



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

Διπλωματική εργασία

**Το Σύστημα Ρύθμισης της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς
και των Παραγώγων Προϊόντων (Derivatives)**

Αλέξανδρος Χρυσίδης

Πειραιάς, 2020

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ «ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ»

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Δίκαιο και Οικονομία» με τίτλο

.....*Το Σύστημα Ρύθμισης της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς και των Παράγωγων Προϊόντων (Derivatives)*.....

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας.....

Όνοματεπώνυμο...*Αλέξανδρος Χρυσίδης*.....

Ημερομηνία.....*20/10/2020*.....

στους γονείς μου...

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Αρτίκη για την καθοδήγηση που μου παρείχε, για τον χρόνο που αφιέρωσε και την άψογη συνεργασία που είχαμε για την διεκπεραίωση της διπλωματικής μου εργασίας.

Συνάμα ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένειά μου, που στέκεται δίπλα μου σε κάθε μου βήμα.

Το Σύστημα Ρύθμισης της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς και των Παραγώγων Προϊόντων (Derivatives)

Σημαντικοί όροι: Σύστημα ρύθμισης, Χρηματοπιστωτική αγορά, Παραγώγα προϊόντα, Νομοθετικό πλαίσιο

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία διαπραγματεύεται το θέμα του συστήματος ρύθμισης της χρηματοπιστωτικής αγοράς και των χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων.

Η εργασία, στο πρώτο κεφάλαιο ξεκινά με την ανάλυση της χρηματοπιστωτικής αγοράς και την κατάσταση της στην παρούσα φάση. Στο δεύτερο κεφάλαιο, αναλύονται οι έννοιες των παραγώγων προϊόντων και η χρήση τους στην χρηματοπιστωτική αγορά. Το τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζει την νομοθεσία που διέπει την κεφαλαιαγορά και τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που εξετάζονται στην παρούσα εργασία.

Στην συνέχεια, γίνεται μια εμπειρική μελέτη με βάση το Χρηματιστήριο Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ και του πλαισίου που δημιουργήθηκε για τις συναλλαγές σε αυτό. Παράλληλα, φαίνεται η επιρροή του νομοθετικού πλαισίου γύρω από το κομμάτι των παραγώγων. Η εργασία ολοκληρώνεται με τα συμπεράσματα της έρευνας.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 : Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (1)	50
Πίνακας 2 :: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (2)	51
Πίνακας 3: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (3)	52
Πίνακας 4: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (4)	52
Πίνακας 5 : Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (1)	53
Πίνακας 6: Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (2)	54
Πίνακας 7: Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (3)	55
Πίνακας 8: Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (4)	56
Πίνακας 9: Πίνακας Συμμεταβλητότητας	58
Πίνακας 10: Έλεγχοι Κανονικότητας (1).....	59
Πίνακας 11: Έλεγχοι Κανονικότητας (2).....	60
Πίνακας 12 : Απλή Παλινδρόμηση (1).....	60
Πίνακας 13: Απλή Παλινδρόμηση (2)	61
Πίνακας 14: Απλή Παλινδρόμηση (3)	62
Πίνακας 15: Απλή Παλινδρόμηση (4)	61
Πίνακας 16: Απλή Παλινδρόμηση (5)	62
Πίνακας 17: Απλή Παλινδρόμηση (6)	62
Πίνακας 18: Απλή Παλινδρόμηση (7)	63
Πίνακας 19: Απλή Παλινδρόμηση (8)	63
Πίνακας 20: Απλή Παλινδρόμηση (9)	64
Πίνακας 21: Απλή Παλινδρόμηση (10).....	64
Πίνακας 22: Πολλαπλή Παλινδρόμηση	65
Πίνακας 23: R-squared Πολλαπλής Παλινδρόμησης	66
Πίνακας 24 : Ανάλυση Διακύμανσης (Silver).....	66
Πίνακας 25: Ανάλυση Διακύμανσης (Gold).....	67
Πίνακας 26: Ανάλυση Διακύμανσης (Bitumen)	67
Πίνακας 27: Ανάλυση Διακύμανσης (Hot Rolled Coils)	67
Πίνακας 28: Ανάλυση Διακύμανσης (Nickel).....	68
Πίνακας 29: Ανάλυση Διακύμανσης (Lead).....	68

Πίνακας 30: Ανάλυση Διακύμανσης (Steel Rebar).....	68
Πίνακας 31: Ανάλυση Διακύμανσης (Natural Rubber)	69
Πίνακας 32: Ανάλυση Διακύμανσης (Stannum)	69
Πίνακας 33: Ανάλυση Διακύμανσης (Steel Wire Rod).....	69

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Εικόνα 1 : Long Call	18
Εικόνα 2: Short Call.....	19
Εικόνα 3: Long Put	20
Εικόνα 4 :Short Put	21

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ	3
1.1 Η Έννοια της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς	3
1.2 Ιδιότητες της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς	5
1.3 Η Παρούσα Κατάσταση της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς	7
1.4 Κατηγορίες Χρηματοπιστωτικών Αγορών	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	12
2.1 Οι Κατηγορίες των Παραγώγων Προϊόντων	12
2.2 Χρήση των Παραγώγων Προϊόντων	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : Η ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ	35
3.1 Προϋπάρχον Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς	35
3.2 Ισχύον Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς	36
3.3 MiFID I & II	37
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΑΣΤΑΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΤΟΥ ΧΟΝΓΚ ΚΟΝΓΚ	48
4.1 Το Χρηματιστήριο Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ	48
4.2 Στατιστική ανάλυση των παραγώγων προϊόντων του Χρηματιστηρίου Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΡΥΘΜΙΣΗΣ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	74
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	76

Εισαγωγή

Η χρηματοπιστωτική αγορά αποτελεί το βασικό στοιχείο του χρηματοοικονομικού συστήματος καθώς λειτουργεί σαν το διανομέα των αποταμιευτικών πόρων. Η χρηματοοικονομική αγορά αποτελεί μια οργανωμένη αγορά, χωρίς απαραίτητα φυσικό χώρο, με νομοθετικό πλαίσιο που ορίζει τα θεσμικά, οργανωτικά και τεχνικά χαρακτηριστικά που θα έχει η παραπάνω αγορά.

Η χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να αποτελείται από πολλών ειδών προϊόντα που καλύπτουν διαφορετικές επενδυτικές ανάγκες ανάλογα με την επιθυμητή απόδοση και τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει ο εκάστοτε επενδυτής. Τα κυριότερα προϊόντα για πολλά χρόνια ήταν οι μετοχές και τα ομόλογα, προϊόντα που εξέδιδαν επιχειρήσεις και κράτη ώστε να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες τους ανάλογα με την περίσταση που βρισκονταν. Τα τελευταία χρόνια, αναφορικά με την ύπαρξη των κεφαλαιαγορών, δημιουργήθηκαν τα παράγωγα προϊόντα για να μπορέσουν οι επενδυτές να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν όταν επενδύουν σε επενδυτικά προϊόντα.

Η νομοθεσία αναφορικά με την χρήση των παραγώγων προϊόντων ήταν αρκετά ασαφής, μην γνωρίζοντας πώς να αντιμετωπίσει τα προϊόντα αυτά, όταν ξέφευγαν από το αντικείμενο τους (την αντιστάθμιση του κινδύνου) και χρησιμοποιούνταν για καθαρά κερδοσκοπικούς σκοπούς. Η δημιουργηθείσα νομοθεσία είχε σαν στόχο να καλύψει αυτά τα κενά και να διασφαλίσει την ασφάλεια των επενδυτών αναφορικά με τις επιλογές που έχουν να κάνουν σχετικά με την τοποθέτηση των χρημάτων τους.

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι να περιγράψει την χρηματοπιστωτική αγορά και ιδιαίτερα τα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αυτή αλλά και να εξετάσει το νομοθετικό πλαίσιο που περιβάλλει τα συγκεκριμένα προϊόντα. Τα παράγωγα προϊόντα λειτουργούν σε ξεχωριστό χρηματιστήριο από ότι οι μετοχές και τα ομόλογα και απαιτείται ειδική νομοθεσία για την αντιμετώπιση τους.

Η εργασία κάνει αναφορές στην χρηματοπιστωτική αγορά και τους ρόλους που επιτελεί, στη φύση και την χρήση των παραγώγων προϊόντων και την νομοθεσία που διέπει το χρηματοπιστωτικό σύστημα μέχρι τις μέρες μας. Ο αναγνώστης, με την παρούσα εργασία, θα είναι σε θέση να κατανοήσει την σημαντικότητα του νομικού πλαισίου που

διέπει τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα και την σημασία που έχουν στο σύγχρονο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Κεφάλαιο 1 : Η Χρηματοπιστωτική Αγορά

1.1 Η Έννοια της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς

Η χρηματοπιστωτική αγορά αποτελείται από δύο ειδών αγορές, την αγορά κεφαλαίων και την αγορά χρήματος. Η αγορά αποτελείται από πολλούς παίκτες όπως οι τράπεζες, τα επενδυτικά ιδρύματα, οι εκδότες αξιογράφων, τα ασφαλιστικά ταμεία και οι ιδιώτες επενδυτές. Στόχος της χρηματοπιστωτικής αγοράς είναι να παρέχει όλα τα διαθέσιμα μέσα και τις υπηρεσίες ώστε οι πλεονασματικές μονάδες του οικονομικού συστήματος να μπορούν να μεταβιβάσουν τους χρηματικούς πόρους τους σε ελλειμματικές μονάδες του συστήματος.

Η μεταβίβαση των χρηματικών πόρων γίνονται είτε σε άμεση επαφή μέσα από την αγορά είτε έμμεσα μέσω των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η διαφορά ανάμεσα στην άμεση και στην έμμεση χρηματοδότηση είναι ο διαμεσολαβητής που υπάρχει στη μεταφορά των κεφαλαίων μεταξύ των συναλλασσόμενων πόρων. Ο διαμεσολαβητής συνήθως είναι ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, που αξιολογεί τις επενδυτικές προτάσεις και χρηματοδοτεί τις ελλειμματικές μονάδες με τα χρήματα του επενδυτικού κοινού (Κουφάρης 2010).

Τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών αγορών παρουσιάζουν ορισμένες ιδιαιτερότητες αναφορικά με τις συμβατικές αγορές που υπάρχουν στην οικονομία. Τα βασικότερα χαρακτηριστικά είναι τα εξής :

1) Η χρηματοπιστωτική αγορά έχει ίδια εξωτερικά χαρακτηριστικά με άλλες αγορές αλλά στην πράξη υπάρχουν μεγάλες διαφορές σχετικά με το βαθμό ανάπτυξης, την λειτουργικότητα και την αποτελεσματικότητα μεταξύ των συναλλασσόμενων. Τα εξωτερικά χαρακτηριστικά της χρηματοπιστωτικής αγοράς είναι χρήσιμα προς ανάλυση καθώς ο κάθε υποψήφιος επενδυτής θέλει να διαπιστώσει ποια επιμέρους στοιχεία της αγοράς του ταιριάζουν καλύτερα και εκεί να εμβαθύνει τις γνώσεις του.

2) Τα χαρακτηριστικά της χρηματοπιστωτικής αγοράς ενδιαφέρουν τόσο τους επενδυτές όσο και τις επιχειρήσεις καθώς θέλουν να γνωρίζουν το πλαίσιο συναλλαγών γύρω από το οποίο θα πρέπει να λάβουν τις κατάλληλες αποφάσεις για τις μελλοντικές επενδύσεις τους.

3) Η κατάσταση στις χρηματοπιστωτικές αγορές διαμορφώνει και τις αποφάσεις που λαμβάνονται σε νομισματικό και τραπεζικό επίπεδο από τους αρμόδιους φορείς ώστε να βοηθήσουν στην ανάπτυξη της οικονομίας και την προσαρμογή των φορέων στα τρέχοντα δεδομένα της τεχνολογίας και του επιχειρείν (Θωμαδάκης & Ξανθάκης 1990).

4) Η χρηματοπιστωτική αγορά διαμορφώνει τις συνθήκες μέσα από τις οποίες γίνεται εφικτή η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Η χρηματοδότηση των επιχειρήσεων μέσα από την μορφή της επένδυσης καθορίζεται από τα επιτόκια και τις αποδόσεις που προσφέρονται στην αγορά και το κίνδυνο που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν οι επενδυτές ώστε να λάβουν την αντίστοιχη απόδοση. Ο επιμερισμός των επενδύσεων μεταξύ διάφορων χρηματοπιστωτικών αγορών και προϊόντων είναι ικανός να μειώσει το κίνδυνο που εμπεριέχεται στις επενδύσεις.

5) Οι συναλλαγές στην χρηματοπιστωτική αγορά περιέχουν χρηματοοικονομικά προϊόντα που δημιουργούν νομικές υποχρεώσεις στον αγοραστή και τον πωλητή. Οι νομικές υποχρεώσεις και η συναλλαγή των χρηματοοικονομικών προϊόντων γίνονται με στόχο να διευκολυνθεί η πραγματική ζωή των επενδυτών μέσω της κατανάλωσης και των αγορών για πάγια στοιχεία.

6) Η ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών δεν συνδέεται απαραίτητα και με την αποτελεσματικότητα των αγορών. Η αποτελεσματικότητα αποτελεί ένα κριτήριο για την αξιολόγηση της ποιότητας της αγοράς και μπορεί να χωριστεί σε τρεις υποκατηγορίες :

- Λειτουργική Αποτελεσματικότητα : Η αποτελεσματικότητα των αγορών ώστε να εκπληρώνουν το σκοπό τους, δηλαδή να εκτελεί τις συναλλαγές μεταξύ των πλεονασματικών και των ελλειμματικών μονάδων με το χαμηλότερο δυνατό κόστος, στο ταχύτερο δυνατό χρόνο. Οι γρήγορες και φθηνές συναλλαγές αποτελούν ενδείξεις αποτελεσματικότητας του συστήματος, που στέλνει τους χρηματικούς πόρους στο κατάλληλο αποδέκτη (Ζαχούρης 2008).

- Αποτελεσματικότητα Κατανομής : Η αποτελεσματικότητα του συστήματος βρίσκεται στην ικανότητα του να κατανέμει τους διαθέσιμους πόρους που υπάρχουν σε αυτό από τις πλεονασματικές μονάδες στις ελλειμματικές, φροντίζοντας να υπάρχει η πιο παραγωγική τους χρήση.

- Αποτελεσματικότητα Τιμών : Ο επενδυτής που θα αποφασίσει να κάνει μια επένδυση θα πρέπει να αποζημιωθεί για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει μέσα από τις

μεταβολές της τιμής. Αν η απόδοση του προϊόντος βρίσκεται σε αναντιστοιχία με το ρίσκο που αναλαμβάνει, τότε η αγορά θεωρείται ότι δεν λειτουργεί αποτελεσματικά.

7) Οι διαμεσολαβητές, δηλαδή τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, προσφέρουν πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε ένα μεγάλο μέρος των μεμονωμένων επενδυτών, δημιουργώντας μια δυναμική στις πραγματοποιηθέντες επενδύσεις, που δεν θα υπήρχε εάν κάθε επενδυτής διέθετε μεμονωμένα τους χρηματικούς πόρους για τις επενδύσεις.

8) Η διαχειριστική προσπάθεια από μέρους των επενδυτών απαιτεί μια συνεχή ενασχόληση με την χρηματοπιστωτική αγορά. Ο μηχανισμός της χρηματοπιστωτικής αγοράς που ενεργοποιείται για να μεταφέρει αποτελεσματικά τα κεφάλαια θα πρέπει να υπάρχει με το λιγότερο δυνατό κόστος και με την λιγότερη διαχειριστική προσπάθεια (Τσουφλίδης 2010).

9) Η χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να εξυπηρετεί τους μακροπρόθεσμους στόχους μιας επιχείρησης με τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια ενός επενδυτή, καθώς υπάρχει πάντα η δυνατότητα ο επενδυτής να ρευστοποιήσει την θέση του και να αποχωρήσει.

1.2 Ιδιότητες της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς

Η χρηματοπιστωτική αγορά διαμορφώνεται από τις συνθήκες της τεχνολογίας, του επιχειρείν, της κοινωνίας και των καταναλωτών στην κάθε φάση τους. Όλοι οι φορείς σε μια κοινωνία έχουν προτιμήσεις αναφορικά με το οικονομικό τους μέλλον και αυτό αντικατοπτρίζεται στην χρηματοπιστωτική αγορά. Η χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να δημιουργήσει επενδυτικές ευκαιρίες που μπορούν να αντικατοπτρίζουν τις καταστάσεις που δημιουργούνται στην εξωτερική αγορά.

Η αξιολόγηση των επενδύσεων που είναι διαθέσιμες στην χρηματοπιστωτική αγορά μπορούν να γίνουν μέσα από την χρηματοοικονομική ανάλυση. Η χρηματοοικονομική ανάλυση παρέχει τα απαραίτητα εργαλεία ώστε να αξιολογηθούν τα διαρθρωτικά και λειτουργικά χαρακτηριστικά των επενδύσεων και να παρθεί η κατάλληλη απόφαση ανάλογα με τις προσδοκίες του κάθε επενδυτή. Σημαντικό ρόλο στην επενδυτική απόφαση και ανάλυση παίζει η πληροφορία. Σε θεωρητικό πλαίσιο, όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά έχουν το ίδιο μέγεθος πληροφοριών και το ίδιο είδος. Κάτι τέτοιο ωστόσο δεν ισχύει στην πραγματικότητα και έτσι η ασύμμετρη πληροφόρηση επηρεάζει την

χρηματοοικονομική ανάλυση και τα αποτελέσματα που θα δώσει πίσω (Ψαλιδόπουλος 2011).

Οι ιδιότητες της χρηματοπιστωτικής αγοράς που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των καταναλωτών είναι οι παρακάτω :

- Ελαστικότητα : Η χρηματοπιστωτική αγορά δέχεται συνεχώς ερεθίσματα από εξωτερικούς παράγοντες. Κάθε παράγοντας έχει διαφορετική επίδραση στην αγορά και μπορεί να διαμορφώσει τις μελλοντικές εξελίξεις σε αυτήν. Η ικανότητα για προσαρμογή στις νέες εξελίξεις της τεχνολογίας και του επιχειρείν αποτελεί μια σημαντική ιδιότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς που δίνει την δυνατότητα να υπάρξουν αλλαγές στις μορφές χρηματοδότησης ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν.

- Σταθερότητα : Η σταθερότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς αναφέρεται στην ικανότητα απορρόφησης «κραδασμών» αναφορικά με τις αλλαγές που συμβαίνουν στην αγορά. Οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης λειτουργούν αδιάλειπτα στην χρηματοπιστωτική αγορά και κάθε ενέργεια που δεν είναι προβλέψιμη, μπορεί να οδηγήσει σε απότομες αυξομειώσεις της τιμής, με απειλή για την σταθερότητα ολόκληρης της αγοράς. Συνήθως, φορέας της σταθερότητας για τις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι η εκάστοτε κυβέρνηση ή η νομισματική αρχή της χώρας αλλά και φορείς που έχουν άμεση εμπλοκή όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κ.α.

- Κόστος : Για την πραγματοποίηση όλων των συναλλαγών μέσα σε μια χρηματοπιστωτική αγορά, είναι απαραίτητο να υπάρξει κάποιο αντίτιμο. Το αντίτιμο αυτό αναφέρεται σαν κόστος συναλλαγών για τους αντισυμβαλλόμενους και αποτελεί έναν ανασταλτικό παράγοντα των επενδύσεων καθώς τα υψηλά κόστη συναλλαγών μειώνουν την τελική απόδοση του επενδυτή και καθιστούν την χρηματοπιστωτική αγορά λιγότερο αποτελεσματική.

- Διαφάνεια : Η διαφάνεια στις χρηματοπιστωτικές αγορές γίνεται αντιληπτή μέσω των πληροφοριών που διαχέονται μέσα σε αυτή. Κάθε νέο γεγονός που λαμβάνει χώρα στην αγορά, πρέπει να είναι κοινή γνώση όλων των μερών που συμμετέχουν στην χρηματοπιστωτική αγορά και η απουσία δημιουργεί ζητήματα εμπιστοσύνης μεταξύ των συναλλασσόμενων σε αυτήν (Βαγιανός κα 2010).

1.3 Η Παρούσα Κατάσταση της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς

Τα τελευταία 25 χρόνια έχει διαμορφωθεί μια διαφορετική πραγματικότητα αναφορικά με τις χρηματοπιστωτικές αγορές σε διεθνές επίπεδο, που επηρεάζει κάθε χώρα ξεχωριστά. Βασικό ρόλο σε αυτό έχει παίξει ο τραπεζικός τομέας που έχει αλλάξει ρόλους και έχει προσαρμοστεί λειτουργικά και δομικά στις νέες εξελίξεις που συμβαίνουν ανά την υφήλιο.

Μέσα σε αυτά τα χρόνια, έχουν υπάρξει πολλές φορές περιστατικά «κρίσεων» στις αγορές, που δημιούργησαν αστάθεια στα επιμέρους οικονομικά συστήματα αλλά και αβεβαιότητα στους επενδυτές και τους καταναλωτές των εκάστοτε χωρών. Οι κρίσεις αυτές οδήγησαν τους επενδυτές σε καταστάσεις αποεπένδυσης, όπου η ρευστότητα ήταν προτιμητέα από την επένδυση των κεφαλαίων. Η αβεβαιότητα που δημιουργήθηκε με τις κρίσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές δημιούργησε αύξηση ή μείωση των επιτοκίων από νομισματική πλευρά καθώς οι κεντρικές τράπεζες ήθελαν να δείξουν είτε πληθωριστικές είτε αντιπληθωριστικές τάσεις ώστε να αντιμετωπίσουν την κρίση είτε με ενέσεις ρευστότητας είτε με δημοσιονομικές πολιτικές λιτότητας (Κορλίρας 2006).

Σε κάθε περίπτωση, για να αντιμετωπιστούν οι κρίσεις της χρηματοπιστωτικής αγοράς και να αποφευχθούν άλλες παρόμοιες στο μέλλον, δημιουργήθηκε η ανάγκη για νέα χρηματοπιστωτικά εργαλεία και προϊόντα. Στο κεφάλαιο 2, θα αναλυθούν εκτενέστερα τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που αναπτύχθηκαν για να μπορέσουν να αντιμετωπιστούν όλες αυτές οι δυσκολίες που εμφανίζονταν μετά από μια κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι αυτά τα νέα προϊόντα μπόρεσαν να εξαπλωθούν ταχύτατα στο χρηματοοικονομικό κόσμο καθώς συνέπεσαν με την ραγδαία άνοδο της τεχνολογίας και την υιοθέτηση της από τους συναλλασσόμενους στο σύστημα. Η πληροφορία πλέον μπορούσε να διαχειριστεί με το ελάχιστο δυνατό κόστος αλλά και να μεταφερθεί σε πολύ γρήγορο χρόνο παντού ανά την υφήλιο. Η άνοδος της τεχνολογίας μπόρεσε να διασυνδέσει πολλές χρηματοπιστωτικές αγορές μεταξύ τους και να δημιουργήσει σχέσεις αλληλεξάρτησης μεταξύ των αγορών αυτών. Παράλληλα, βοήθησε τους επενδυτές να μειώσουν τον κίνδυνο που αναλάμβαναν σε διαφορετικές αγορές αλλά και να υπάρχει μεγαλύτερη ρευστότητα λόγω της πληθώρας επενδυτών (Λυκούρας & Μπούρας 2011).

Η τεχνολογία επέτρεψε την δημιουργία ενός παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, που είχε σχέσεις αλληλεξάρτησης μεταξύ των τοπικών αγορών, αλλά και πολύ μεγαλύτερη ελευθερία αναφορικά με τις κινήσεις των επενδυτών ανά τον κόσμο. Αυτή η κατάσταση βοήθησε πολύ την διεθνή επιχειρηματικότητα καθώς πολλές επιχειρήσεις ήταν σε θέση να επεκταθούν σε αγορές που θεωρούνταν κλειστές και είχαν αυστηρό πλαίσιο λειτουργίας, που σε πολλές περιπτώσεις λειτουργούσε προστατευτικά για τις τοπικές επιχειρήσεις.

Αντίστοιχο πλαίσιο δημιουργήθηκε και για τον τραπεζικό τομέα, όπου οι περισσότερες τράπεζες μπόρεσαν να μπουν σε νέες αγορές, που μέχρι πρότινος θεωρούνταν κλειστές και να δραστηριοποιηθούν σε αυτές. Ο γεωγραφικός περιορισμός δεν ήταν πλέον πρόβλημα οπότε πολλά τραπεζικά ιδρύματα προχώρησαν σε νέα ανοίγματα, δημιουργώντας δίκτυα παγκόσμιας εμβέλειας, εξασφαλίζοντας την κερδοφορία της τράπεζας και την κεφαλαιακή της επάρκεια.

1.4 Κατηγορίες Χρηματοπιστωτικών Αγορών

Η χρηματοπιστωτική αγορά μπορεί να χωριστεί σε τρεις μεγάλες κατηγορίες, την αγορά χρήματος, την αγορά κεφαλαίων και την αγορά συναλλάγματος. Οι δύο πρώτες είναι αυτές που θα μας απασχολήσουν περισσότερο καθώς η διαφορά τους έγκειται κυρίως στον επενδυτικό ορίζοντα που καλύπτουν μέσα από τα προϊόντα τους και τον τρόπο με τον οποίο γίνεται η χρηματοδότηση των πελατών.

Η αγορά χρήματος μπορεί να καλύψει τις ανάγκες που υπάρχουν στην αγορά για στενά υποκατάστατα του χρήματος. Από τα στενά υποκατάστατα του χρήματος μπορούν να δημιουργηθούν και διαπραγματευτούν σε αυτήν απαιτήσεις με βάση τις ανάγκες της αγοράς. Η αγορά χρήματος έχει βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα και τα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αυτήν είναι κυρίως έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων κ.α. Παράλληλα, η χρηματαγορά χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα και μικρές αποκλίσεις στις αποδόσεις των τίτλων ενώ σπανίζουν τα φαινόμενα όπου οι τίτλοι να διαπραγματεύονται σε δευτερογενείς αγορές (Ζαχούρης 2008).

Αντίθετα, στην αγορά κεφαλαίων υπάρχουν επενδυτές με μέσο και μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Οι παίκτες σε αυτήν την αγορά είναι κυρίως επιχειρήσεις και κράτη, που αναζητούν κεφάλαια ώστε να χρηματοδοτήσουν τα

μακροπρόθεσμα σχέδια τους. Οι επιχειρήσεις και τα κράτη συνήθως εκδίδουν τα προϊόντα στο επενδυτικό κοινό και οι επενδυτές επιλέγουν το προϊόν που ταιριάζει καλύτερα στις επενδυτικές του ανάγκες. Σε αυτήν την αγορά, οι επιχειρήσεις διαθέτουν ομολογίες και μετοχές ώστε να μπορέσουν να έχουν την απαραίτητη ρευστότητα για να υλοποιήσουν τα επενδυτικά σχέδια τους ενώ τα κράτη εκδίδουν μακροπρόθεσμα ομολογιακά προϊόντα ώστε να καλύψουν τις δικές τους ανάγκες.

Παράλληλα, με την μορφή των χρηματοπιστωτικών αγορών, υπάρχει και μια διάκριση αναφορικά με την φύση τους. Η διάκριση γίνεται ανάμεσα στην πρωτογενή και την δευτερογενή αγορά. Οι διαφορές είναι οι παρακάτω :

Πρωτογενής Αγορά

Η πρωτογενής αγορά αποτελεί την αγορά όπου απευθύνονται επιχειρήσεις και κράτη ώστε να αντλήσουν μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Στόχος της πρωτογενούς αγοράς είναι η χρηματοδότηση επενδύσεων για τους εκδότες των χρηματοοικονομικών προϊόντων, εξασφαλίζοντας την μέγιστη δυνατή απόδοση για τον επενδυτή σε συνδυασμό με το χαμηλότερο δυνατό ρίσκο. Κάθε πρωτογενής αγορά προσπαθεί να επιτύχει τα δύο παραπάνω χαρακτηριστικά, δείχνοντας και το βαθμό ανάπτυξης της αγοράς. Στις πρωτογενείς αγορές υπάρχουν τρία είδη παικτών : οι εκδότες, οι ανάδοχοι και οι επενδυτές. Σε μια τυπική αγοραπωλησία, ο εκδότης μέσω κάποιου αναδόχου (τράπεζα ή χρηματιστήριο) εκδίδει μια σειρά από προϊόντα. Ο επενδυτής αγοράζει τα προϊόντα μέσω του αναδόχου και τέλος τα χρήματα εισπράττονται από τον εκδότη του προϊόντος. Παράλληλα, ο ανάδοχος λαμβάνει χρηματική αποζημίωση για τις υπηρεσίες που προσέφερε στην προσφορά του προϊόντος (Σταυροπούλου 2015).

Σημαντικός παίκτης στην πρωτογενή αγορά είναι ο ανάδοχος της έκδοσης καθώς πέρα από την έκδοση του προϊόντος, μπορεί να αναλάβει :

- Συμβουλευτική υποστήριξη αναφορικά με την έκδοση του προϊόντος
- Ανάλυση κινδύνου μέσω συμμετοχής στην αγορά του προϊόντος
- Πώληση του προϊόντος (μέσω προμήθειας)
- Στρατηγική συμμετοχή στην δευτερογενή αγορά

Δευτερογενής Αγορά

Η δευτερογενής αγορά αποτελεί το μέρος όπου διαπραγματεύονται χρηματοοικονομικά προϊόντα που δεν προσφέρονται στο επενδυτικό κοινό για πρώτη φορά. Η δευτερογενής αγορά αφορά την φάση μετά την ολοκλήρωση της πρωτογενούς αγοράς και στην δημιουργία μιας χρηματιστηριακής αξίας.

Ο βασικός στόχος της δευτερογενούς αγοράς είναι η διαπραγμάτευση των υπάρχοντων προϊόντων και η δυνατότητα στους υφιστάμενους επενδυτές να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους, πουλώντας τα προϊόντα που έχουν αγοράσει σε μια συγκεκριμένη τιμή σε άλλους αγοραστές. Η ύπαρξη της δευτερογενούς αγοράς έχει συνδεθεί με την χρηματιστηριακή αγορά. Η ύπαρξη μιας λειτουργικής χρηματιστηριακής αγοράς σημαίνει ότι ο επενδυτής έχει μειωμένο κίνδυνο αναφορικά με την επένδυση του, εξασφαλίζεται ως ένα βαθμό η ελάχιστη απόδοση που επιθυμεί ενώ μειώνεται δραματικά το κόστος για την χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Παράλληλα, το επιχειρηματικό περιβάλλον της οικονομίας γίνεται πιο ανταγωνιστικό και βοηθά στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας. Ένα χρηματιστήριο αποτελεί ένα χώρο, μέσα στον οποίο υπάρχει εύκολη και άμεση ρευστοποίηση των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και υπάρχει ευκολία στις συναλλαγές μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών. Επιπλέον, είναι το πλέον καθοριστικό σημείο όπου οι δυνάμεις της αγοράς, η προσφορά και η ζήτηση, διαμορφώνουν μια δίκαιη τιμή για το προϊόν που είναι υπό διαπραγμάτευση (Ρόκος & Γκόρτσος 2012).

Μέσα από την χρηματιστηριακή αγορά, καλύπτονται πολλά έξοδα χρηματοδότησης των εταιριών αλλά και κόστη συναλλαγών που υπήρχαν σε περιπτώσεις εκτός χρηματιστηριακής αγοράς. Με αυτό τον τρόπο, διευκολύνεται η παροχή χρηματοδότησης σε εταιρίες αλλά και υπάρχει καλύτερη ενημέρωση του κοινού αναφορικά με τις εταιρίες που θέλει ή έχει ήδη επενδύσει.

Βιβλιογραφία 1^{ου} Κεφαλαίου

- Βαγιανός, Δ., Βέπας, Ν., & Μεγίρ, Κ. (2010). Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα: Μεταρρυθμίσεις και ευκαιρίες σε μία κρίσιμη συγκυρία. διαθέσιμο στο <http://greekeconomistsforreform.com>.
- Ζαχούρης, Π. (2008). Εκπαιδευτικό βοήθημα στις χρηματοπιστωτικές αγορές. *Πάτρα. Ανακτήθηκε την, 22, 202010-2011.*
- Θωμαδάκης, Σ., & Ξανθάκης, Μ. (1990). Αγορές χρήματος και κεφαλαίου. *Ένωση Ελληνικών Τραπεζών.*
- Κορλίρας, Π. (2006). Νομισματική θεωρία και πολιτική. Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου.

- Μπούρας, Γ., & Λύκουρας, Λ. (2011). Η οικονομική κρίση και οι επιπτώσεις της στη ψυχική υγεία. *Εγκέφαλος*, 48(2), 54-61.
- Ρόκας, Ν. Κ., Χρ. Βλ. Γκόρτσος, (2012) Στοιχεία τραπεζικού δικαίου: Δημόσιο & Ιδιωτικό Τραπεζικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα
- Σταυροπούλου, Μ. Α. (2015). Το χρηματοπιστωτικό σύστημα σε Ελλάδα και Ευρώπη.
- Τσουφλίδης Λ.(2010), Οικονομική Ιστορία της Ελλάδας, Θεσσαλονίκη, Εκδόσεις Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
- Ψαλιδόπουλος, Μ. Μ. (2011). Νομισματική διαχείριση και οικονομική κρίση-Η πολιτική της Τράπεζας της Ελλάδος 1929-1941. Συνεργάτης έρευνας Κωνσταντίνος Ι. Λοΐζος, Αθήνα: Εκδόσεις Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος.

Κεφάλαιο 2 : Τα Παράγωγα Προϊόντα

2.1 Οι Κατηγορίες των Παραγώγων Προϊόντων

Μέσα στις χρηματοπιστωτικές αγορές, πέρα από τις μετοχές και τα ομόλογα, διαπραγματεύονται και τα παράγωγα προϊόντα. Ένα παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν είναι μια διμερής σύμβαση μεταξύ δύο μερών αναφορικά με ένα υποκείμενο όπως μια μετοχή ή ένας χρηματιστηριακός δείκτης (FTSE 100, CAC 40 κτλ.). Τα πιο γνωστά χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα είναι (Αγγελοπούλου 2013) :

2.1.1 Forwards ή Προθεσμιακά Συμβόλαια

Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (ΠΣ) είναι η απλούστερη μορφή παραγώγου. Τα συμβόλαια αυτά συνήθως πραγματοποιούνται μεταξύ δύο χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων και συνήθως δεν γίνεται διαπραγμάτευση τους στην χρηματιστηριακή αγορά.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι μία συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων, ο ένας εκ των οποίων υπόσχεται να αγοράσει (λαμβάνει long position) και ο άλλος να πουλήσει (λαμβάνει short position), μία συγκεκριμένη ποσότητα ενός αγαθού, σε μία καθορισμένη ημερομηνία στο μέλλον, σε μία προκαθορισμένη τιμή συναλλαγής (delivery price).

Για παράδειγμα, τον μήνα Φεβρουάριο, η AAA συμφωνεί να αγοράσει τον μήνα Αύγουστο (δηλ. μετά από 6 μήνες) 500 μετοχές της ΔΕΗ (ή π.χ. 500 τόνους φοινικέλαιο ή 500.000 δολάρια) από την BBB στην τιμή των 10 ευρώ ανά μετοχή. Η τιμή του προϊόντος γενικά καθορίζεται από την παρούσα αξία του υποκείμενου αγαθού (τιμή μετοχής της ΔΕΗ την ημέρα υπογραφής του συμβολαίου), από το επιτόκιο r των ομολόγων της αγοράς και από τον χρόνο εξάσκησης. Τον μήνα Αύγουστο, η BBB θα πρέπει να παραδώσει τις 500 μετοχές της ΔΕΗ στην AAA η οποία, σύμφωνα με το συμβόλαιο, καταβάλλει $500 \times 10 = 5000$ ευρώ στην BBB (ανεξαρτήτως της τιμής της συγκεκριμένης μετοχής εκείνη την εποχή) (Boutsikas 2005-07).

Αν π.χ. η τιμή της συγκεκριμένης μετοχής την ημερομηνία της λήξης του συμβολαίου (Αύγουστο) στο χρηματιστήριο είναι 18 ευρώ, τότε ο αγοραστής (η AAA)

κέρδισε 8 ευρώ ανά μετοχή διότι θεωρητικά μπορεί μόλις παραλάβει τις μετοχές (καταβάλλοντας 500×10 ευρώ) να τις πουλήσει στην τιμή των 500×18 ευρώ. Αντίθετα αν η τιμή της μετοχής πέσει κάτω από 10 ευρώ τότε κερδισμένος βγαίνει ο πωλητής (BBB).

Γενικά, το κέρδος του αγοραστή από ένα προθεσμιακό συμβόλαιο είναι (χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος)

Τρέχουσα Τιμή – Προθεσμιακή Τιμή,

όπου ST είναι η τιμή του υποκείμενου αγαθού τον χρόνο της λήξης του συμβολαίου και K είναι η προκαθορισμένη τιμή συναλλαγής. Αντίθετα, το κέρδος του πωλητή από ένα προθεσμιακό συμβόλαιο είναι

Προθεσμιακή Τιμή – Τρέχουσα Τιμή

Όπως είδαμε, η προθεσμιακή τιμή καθορίζεται την ημέρα σύναψης (υπογραφής) του συμβολαίου ενώ προφανώς η αξία της τρέχουσας τιμής δεν είναι γνωστή την ημέρα εκείνη (θεωρείται τυχαία μεταβλητή).

Η προθεσμιακή τιμή συναλλαγής καθορίζεται έτσι ώστε η αξία του προθεσμιακού συμβολαίου αρχικά να είναι μηδέν (θα δούμε πως ακριβώς καθορίζεται σε επόμενο κεφάλαιο). Καθώς όμως περνά ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία παράδοσης (π.χ. από τον Φεβρουάριο μέχρι τον Αύγουστο), η αξία του συμβολαίου μεταβάλλεται. Για παράδειγμα, αν η αξία της μετοχής της ΔΕΗ ανέβει αρκετά τον μήνα Μάρτιο, τότε η αξία του συμβολαίου γίνεται θετική για τον αγοραστή (και αρνητική για των πωλητή του υποκείμενου αγαθού) γιατί η τιμή συναλλαγής έχει καθοριστεί με βάση την αρκετά χαμηλότερη τιμή της μετοχής τον Φεβρουάριο (Boutsikas 2005-07).

2.1.2 Futures ή Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Όπως και το Προθεσμιακό Συμβόλαιο, ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) είναι μία συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων, ο ένας εκ των οποίων υπόσχεται να αγοράσει (long position) και ο άλλος να πουλήσει (short position), μία συγκεκριμένη ποσότητα ενός αγαθού, σε μία καθορισμένη ημερομηνία στο μέλλον, σε μία προκαθορισμένη τιμή συναλλαγής (delivery price). Αυτός που λαμβάνει long position προσδοκά άνοδο της τιμής του αγαθού ενώ αντίθετα αυτός που λαμβάνει short position

προσδοκά πτώση της τιμής του αγαθού. Το υποκείμενο περιουσιακό αγαθό μπορεί να είναι εμπόρευμα (commodity, π.χ. χοιρινό κρέας, βοοειδή, ζάχαρη, μαλλί, ξυλεία, χαλκός, αλουμίνιο, χρυσός, κασσίτερος κ.α.) ή χρηματοοικονομικό αγαθό (μετοχές, συνάλλαγμα, ομόλογα κ.α.). Μερικές φορές η ημερομηνία παράδοσης δεν είναι απόλυτα προκαθορισμένη, για παράδειγμα μπορεί να καθορίζεται μόνο ο μήνας παράδοσης ενώ η ακριβής ημερομηνία παράδοσης καθορίζεται από το Χρηματιστήριο Παραγώγων (συνήθως αυτό γίνεται για εμπορεύματα) (Boutsikas 2005-07).

Η διαφορά με τα ΠΣ είναι ότι τα ΣΜΕ συναλλάσσονται καθημερινά στο Χρηματιστήριο Παραγώγων και επομένως έχουν κάποια τυποποιημένα χαρακτηριστικά ενώ υπάρχει εγγύηση του χρηματιστηρίου για την εκπλήρωση των συμβολαίων. Αντίθετα, η διαπραγμάτευση των προθεσμιακών συμβολαίων γίνεται κυρίως στην εξωχρηματιστηριακή αγορά, σε ένα οργανωμένο δίκτυο μεταξύ θεσμικών επενδυτών οι οποίοι αξιολογούν μόνοι τους και έχουν την ευθύνη για την φερεγγυότητα του αντισυμβαλλομένου (Κουτσουπιός & Σιδηρόπουλος 2012).

Στην περίπτωση των ΣΜΕ οι δύο συμβαλλόμενοι δύναται να μην γνωρίζουν ο ένας τον άλλον και επομένως, ως μεσολαβητής, το χρηματιστήριο Παραγώγων έχει θεσπίσει κάποιο μηχανισμό που εγγυάται ότι το συμβόλαιο θα εκπληρωθεί. Αυτό γίνεται με την χρήση των λογαριασμών περιθωρίων (margin accounts). Ο αγοραστής και ο πωλητής ΣΜΕ υποχρεούνται να ανοίξουν ένα λογαριασμό περιθωρίων και να καταθέσουν ένα ποσό ως εγγύηση (ένα ποσοστό της τιμής συναλλαγής).

Τα ΣΜΕ συναλλάσσονται καθημερινά στο χρηματιστήριο παραγώγων και η τιμή συναλλαγής τους μεταβάλλεται ανάλογα με τις μεταβολές της τιμής του υποκείμενου αγαθού (π.χ. μετοχής) και τις προσδοκίες των επενδυτών. Αγοραστές και πωλητές μπορούν να κλείσουν τη θέση τους οποιαδήποτε στιγμή πριν τη λήξη του συμβολαίου κάνοντας την αντίστροφη κίνηση (π.χ. ΣΜΕ για πώληση ή αγορά αντίστοιχα του ίδιου αγαθού).

Για παράδειγμα, ένας επενδυτής πωλεί (short position) ένα ΣΜΕ με υποκείμενο τίτλο 100 μετοχές AAA, με τιμή συναλλαγής 30 ευρώ (την μετοχή) και με ημερομηνία λήξης μετά από τρεις μήνες ενώ παράλληλα κάποιος άλλος επενδυτής αγοράζει (long position) το ίδιο ΣΜΕ. Και ο πωλητής και ο αγοραστής ανοίγουν αμέσως από ένα λογαριασμό περιθωρίων (καταθέτοντας π.χ. το 12% του *100). Στο τέλος της επόμενης συνεδρίασης του χρηματιστηρίου, η τιμή συναλλαγής έχει αλλάξει ανάλογα με τις προσδοκίες των

επενδυτών μέσα από την διαδικασία προσφοράς και ζήτησης. Έστω π.χ. ότι το Κ έχει αυξηθεί στην τιμή των 32 ευρώ. Αν ο αγοραστής (long position) αποφάσισε να κλείσει την ανοικτή του θέση (δηλ. να λάβει και ένα short position σε ΣΜΕ επί του ίδιου τίτλου και με ίδια ημερομηνία λήξης) τότε θα είχε κέρδος τη διαφορά των $(32-30) \times 100$ ευρώ. Ο αγοραστής, χωρίς να χρειάζεται να κάνει αυτή την κίνηση, πιστώνεται τη διαφορά αυτή των 2×100 ευρώ η οποία χρεώνεται στον πωλητή μέσω των λογαριασμών περιθωρίων. Το ίδιο επαναλαμβάνεται στο τέλος κάθε ημερήσιας συνεδρίασης. Η διαδικασία αυτή καλείται ημερήσιος διακανονισμός (marking to market). Έτσι δεν χρειάζεται να περιμένει κανείς μέχρι την ημέρα λήξης για να λάβει το αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία), αλλά το λαμβάνει κατά τμήματα (πιστώνεται ή χρεώνεται ανάλογα) κάθε χρηματιστηριακή ημέρα (το Κ και η τιμή του υποκείμενου αγαθού συγκλίνουν όσο πλησιάζει ο χρόνος λήξης) (Boutsikas 2005-07).

Αν μία θέση παραμείνει ανοικτή μέχρι και την ημέρα λήξης, την επόμενη ημέρα θα γίνει για τελευταία φορά ο διακανονισμός του κέρδους ή της ζημίας και μετά η θέση θα πάψει να υφίσταται. Το περιθώριο ασφάλισης (margin) αποδεσμεύεται όταν ο επενδυτής κλείσει την ανοικτή του θέση.

2.1.3 Stock Repo ή Προϊόντα Δανεισμού Τίτλων

Ο Δανεισμός Τίτλων αφορά τις παρακάτω δύο διαδικασίες:

1. Την παραχώρηση μετοχών ως «δάνειο» (stock lending – Repo). Ένας επενδυτής που δε σκοπεύει να ρευστοποιήσει τις μετοχές του άμεσα μπορεί να τις μεταβιβάσει προσωρινά στο χρηματιστήριο παραγώγων. Ο επενδυτής εισπράττει ένα έσοδο σε μηνιαία βάση (χωρίς κίνδυνο). Ο επενδυτής επίσης δικαιούται να λάβει τεχνητό μέρισμα από τις μετοχές του repos, το οποίο του δίδει το χρηματιστήριο παραγώγων.
2. Την απόκτηση μετοχών από «δάνειο» (stock borrowing - Reverse Repo). Ένας επενδυτής μπορεί να δανειστεί μετοχές από το χρηματιστήριο παραγώγων (είναι αυτές που του «δάνεισε» κάποιος επενδυτής μέσω repo) για ένα χρονικό διάστημα έναντι ημερήσιου κόστους (ο δανειζόμενος παρέχει και ένα περιθώριο ασφάλισης).

Το μηνιαίο έσοδο του επενδυτή από το Stock Repo δεν είναι γνωστό εκ των προτέρων (μπορεί όμως να είναι μόνο θετικό). Π.χ. ο επενδυτής σε repo δεν λαμβάνει

έσοδο αν δεν υπάρχει ζήτηση για συμβόλαια Reverse Repo επί της συγκεκριμένης μετοχής (Boutsikas 2005-07).

2.1.4 Options ή Δικαιώματα Προαίρεσης

Δικαίωμα προαίρεσης καλείται μία συμφωνία (ένα συμβόλαιο) μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων (τον αγοραστή και τον πωλητή του δικαιώματος) με τη μεσολάβηση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Η συμφωνία αυτή δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα (και όχι την υποχρέωση) να αγοράσει (ή να πωλήσει, ανάλογα με το είδος του δικαιώματος) από τον πωλητή του δικαιώματος ένα συγκεκριμένο αγαθό A σε μία προκαθορισμένη τιμή K , κατά τη διάρκεια μίας χρονικής περιόδου $[0, T]$ ή σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή T στο μέλλον. Το υποκείμενο αγαθό A μπορεί π.χ. να είναι μετοχή, χρηματιστηριακός δείκτης, συνάλλαγμα, αλλά μπορεί σε ορισμένες αγορές να είναι και κάποιο εμπόρευμα.

Το δικαίωμα είναι πιο σύνθετο παράγωγο από τα ΣΜΕ και τα ΠΣ διότι τώρα ο αγοραστής του δικαιώματος (holder) δεν είναι υποχρεωμένος να εξασκήσει το δικαίωμά του (να αγοράσει ή να πωλήσει) παρά μόνο εάν τον συμφέρει. Αντίθετα ο πωλητής (writer) του δικαιώματος είναι υποχρεωμένος να πράξει ό,τι τελικά αποφασίσει ο αγοραστής του δικαιώματος. Το γεγονός αυτό θέτει σε πλεονεκτική θέση τον αγοραστή και για αυτό ο αγοραστής θα πρέπει να καταβάλει ένα αντίτιμο C (ασφάλιστρο ή τιμή δικαιώματος - Option price, option premium) στον πωλητή (ο οποίος ουσιαστικά αναλαμβάνει ρίσκο) για να αποκτήσει το δικαίωμα (Boutsikas 2005-07).

Σύμφωνα με τα παραπάνω, ένα δικαίωμα προαίρεσης χαρακτηρίζεται από τα εξής:

1. Το είδος του δικαιώματος (δικαίωμα αγοράς – call option ή δικαίωμα πώλησης – put option). Στην αγορά μπορεί κανείς να αγοράσει ένα call option (long call) ή να πουλήσει ένα call option (short call) ή να αγοράσει ένα put option (long put) ή να πουλήσει ένα put option (short put).
2. Ο υποκείμενος τίτλος (π.χ. δείκτης FTSE/ASE-20 , μετοχή ΟΤΕ κ.λπ.)
3. Το μέγεθος του συμβολαίου (π.χ. ένα συμβόλαιο με υποκείμενο τίτλο τη μετοχή του ΟΤΕ, μπορεί να αντιστοιχεί σε 100 μετοχές του ΟΤΕ)

4. Η ημερομηνία λήξης (exercise date, maturity). Ανάλογα με το χρόνο εξάσκησης T υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες δικαιωμάτων προαίρεσης:

(α) Αμερικανικού τύπου (American option) όταν το δικαίωμα προαίρεσης μπορεί να εξασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήξης.

(β) Ευρωπαϊκού τύπου (European option) όταν το δικαίωμα προαίρεσης μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά την ημερομηνία λήξης.

5. Η τιμή εξάσκησης K (strike price ή exercise price) η προκαθορισμένη τιμή στην οποία ο αγοραστής του δικαιώματος αγοράς/πώλησης θα αγοράσει/πωλήσει (εάν επιλέξει να εξασκήσει το δικαίωμα) το συγκεκριμένο αγαθό (π.χ. μετοχή) στο οποίο αναφέρεται το δικαίωμα.

6. Το αντίτιμο C (ασφάλιστρο ή τιμή δικαιώματος - Option price, option premium) το οποίο καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή του δικαιώματος.

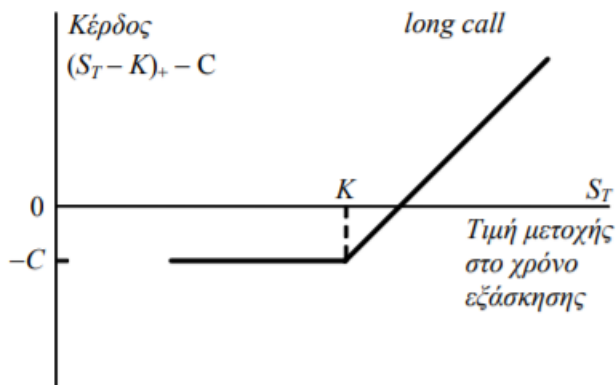
Αλλά ας δούμε τα παραπάνω μέσα από κάποια παραδείγματα. Ας υποθέσουμε γενικά ότι υπάρχει στην αγορά μια μετοχή AAA η οποία στις 10 Ιανουαρίου έχει χρηματιστηριακή αξία 97 ευρώ. Επίσης διατίθενται στην αγορά παραγώγων διάφορα δικαιώματα αγοράς και πώλησης επί της μετοχής αυτής (ας υποθέσουμε ότι τα δικαιώματα της συγκεκριμένης αγοράς είναι Ευρωπαϊκού τύπου). Π.χ. υπάρχουν δικαιώματα αγοράς και δικαιώματα πώλησης (επί 50 μετοχών AAA) με ημερομηνία λήξης τον Φεβρουάριο, τον Μάρτιο, τον Απρίλιο και τον Μάιο, ενώ για κάθε ημερομηνία λήξης υπάρχουν δικαιώματα με strike price $K = 80, 90, 100, 110, 120$ ευρώ, δηλαδή $4 \times 5 = 20$ διαφορετικά είδη (20 option series, το σύνολο τους καλείται και option class). Το ασφάλιστρο C διαμορφώνεται από την προσφορά και τη ζήτηση του κάθε δικαιώματος και προφανώς θα είναι διαφορετικό σε κάθε είδος δικαιώματος (option series). Ας δούμε ως παράδειγμα την στρατηγική που ακολουθούν γύρω από τη μετοχή AAA και με βάση αυτά που πιστεύουν τέσσερις επενδυτές, οι Α, Β, Γ και Δ (Boutsikas 2005-07).

Ο επενδυτής Α (Αγορά Δικαιώματος Αγοράς - Long call). Ο επενδυτής Α προβλέπει ανοδική τάση στην μετοχή AAA τους επόμενους μήνες. Παρότι προσδοκά άνοδο, δεν επιθυμεί να ρισκάρει την αγορά μετοχών και εναλλακτικά αποφασίζει να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς επί της μετοχής αυτής. Έτσι τελικά, ο επενδυτής αυτός αγοράζει (γίνεται holder, λαμβάνει long position) στις 10 Ιανουαρίου ένα δικαίωμα αγοράς (call option) λήξης Μαρτίου επί της μετοχής AAA με τιμή άσκησης (strike price) $K = 100$

ευρώ καταβάλλοντας αντίτιμο C. Ο συγκεκριμένος επενδυτής μπορεί τώρα, αν τον συμφέρει, να αγοράσει την μετοχή AAA (δηλ. 50 μετοχές AAA αφού το μέγεθος του συμβολαίου είναι 50) τον μήνα Μάρτιο (από τον πωλητή του δικαιώματος) στην τιμή 100 ευρώ ανά μετοχή.

Αν τώρα η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής AAA την ημερομηνία της λήξης του δικαιώματος ανέβει στα 120 ευρώ τότε ο αγοραστής του δικαιώματος αγοράς προφανώς θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα αγοράσει στην τιμή 100. Ο αγοραστής θα έχει κέρδος $120 - 100$ ευρώ ανά μετοχή (μείον το ασφάλιστρο C) διότι θεωρητικά μπορεί να πουλήσει αμέσως τις μετοχές AAA που αγόρασε με 100 ευρώ στην τιμή των 120 ευρώ. Αντίθετα, αν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής AAA την ημερομηνία της λήξης του δικαιώματος είναι 80 ευρώ τότε ο αγοραστής του δικαιώματος αγοράς προφανώς δεν θα εξασκήσει το δικαίωμα (αν θέλει μπορεί να αγοράσει φθηνότερα από την αγορά). Σε αυτή την περίπτωση ο αγοραστής δεν θα έχει κανένα κέρδος (αντίθετα έχει ζημία C από το ασφάλιστρο).

Γενικά, αν συμβολίσουμε με S_T την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής AAA στο χρόνο εξάσκησης T τότε το κέρδος από την χρήση του δικαιώματος αγοράς (call option) για τον αγοραστή (long position) θα είναι (χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος) ενώ αν συνυπολογιστεί και το ασφάλιστρο C θα είναι $(S_T - K) - C$. Έτσι ο επενδυτής A (ο holder), αν τελικά αυξηθεί η τιμή της μετοχής όπως προσδοκά, θα κερδίσει χωρίς να ρισκάρει να χάσει αν η τιμή της μετοχής πέσει (πράγμα που θα γίνονταν αν αντί του δικαιώματος αγόραζε τις πραγματικές μετοχές AAA). Δηλαδή μπορεί να θεωρηθεί ότι εξασφαλίζεται από τον κίνδυνο πτώσης της τιμής της μετοχής AAA και για αυτό καταβάλλει το «ασφάλιστρο» C (Boutsikas 2005-07).



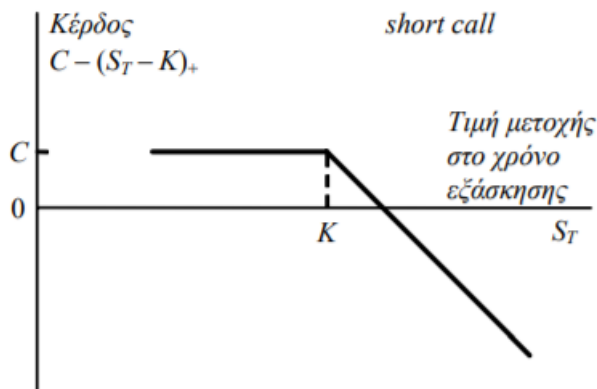
$$(S_T - K)_+ = \max\{S_T - K, 0\} = \begin{cases} S_T - K, & S_T > K \\ 0, & S_T \leq K \end{cases}$$

Εικόνα 1 : Long Call

Ο επενδυτής Β (Πώληση Δικαιώματος Αγοράς - Short Call). Ο επενδυτής Β που είναι κάτοχος ενός αριθμού μετοχών της εταιρίας AAA προβλέπει στάσιμη ή ελαφρά καθοδική τάση στην μετοχή αυτή. Προκειμένου λοιπόν να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του σε περίοδο στασιμότητας πωλεί ένα δικαίωμα αγοράς λήξης Μαρτίου επί της μετοχής AAA με τιμή άσκησης (strike price) $K = 100$ ευρώ εισπράττοντας το ασφάλιστρο C.

Αν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής AAA την ημερομηνία της λήξης του δικαιώματος παραμείνει στάσιμη (κάτω από τα 100 ευρώ) τότε ο αγοραστής του δικαιώματος δεν θα εξασκήσει το δικαίωμά του (δεν τον συμφέρει) και επομένως ο πωλητής θα έχει κερδίσει το ασφάλιστρο C. Στην αντίθετη περίπτωση που η τιμή της μετοχής AAA αυξηθεί πάνω από 100 ευρώ, (π.χ. 120 ευρώ) τότε ο αγοραστής του δικαιώματος θα εξασκήσει το δικαίωμά του και ο πωλητής θα υποχρεωθεί να πουλήσει στην τιμή των 100 ευρώ χάνοντας 120-100 ευρώ (αφού θα μπορούσε να είχε πουλήσει στην αγορά στην τιμή των 120 αντί 100 που υποχρεώνεται τώρα).

Γενικά, αν συμβολίσουμε με S_T την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής AAA στο χρόνο εξάσκησης T τότε το κέρδος από την χρήση του δικαιώματος αγοράς (call option) για τον πωλητή (short position) θα είναι (χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος) (Boutsikas 2005-07).



$$-(S_T - K)_+ = -\max\{S_T - K, 0\} = \begin{cases} K - S_T, & S_T > K \\ 0, & S_T \leq K \end{cases}$$

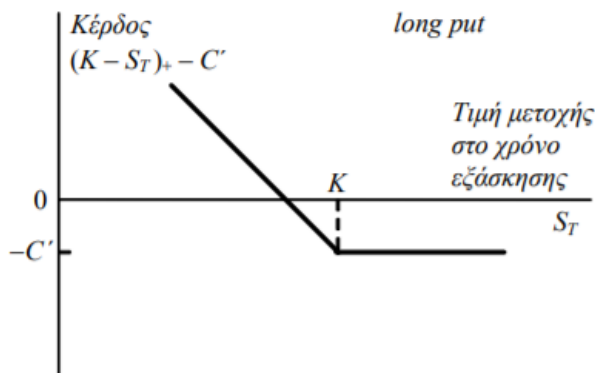
Εικόνα 2: Short Call

Ο επενδυτής Γ (Αγορά Δικαιώματος Πώλησης - Long Put) Ο επενδυτής Γ κατέχει έναν αριθμό μετοχών της AAA και προβλέπει καθοδική τάση στην μετοχή AAA τους επόμενους μήνες. Δεν επιθυμεί όμως να πωλήσει ακόμη τις μετοχές και εναλλακτικά αποφασίζει να αγοράσει ένα δικαίωμα πώλησης λήξης Μαρτίου επί της μετοχής AAA με

τιμή άσκησης (strike price) $K = 100$ ευρώ καταβάλλοντας αντίτιμο C' . Ο συγκεκριμένος επενδυτής μπορεί τώρα, αν τον συμφέρει, να πωλήσει την μετοχή AAA (50 τεμ.) τον μήνα Μάρτιο στην τιμή 100 ανά μετοχή.

Αν η τιμή της μετοχής AAA την ημερομηνία της λήξης γίνει 80 ευρώ τότε ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα πωλήσει (στον πωλητή του δικαιώματος) στην τιμή 100. Ο αγοραστής θα έχει κέρδος $100 - 80$ ευρώ ανά μετοχή (μείον το ασφάλιστρο) διότι θεωρητικά μπορεί να αγοράσει αμέσως τις μετοχές AAA που πώλησε στην τιμή των 100 ευρώ καταβάλλοντας μόνο 80 ευρώ (διατηρεί δηλαδή το ίδιο χαρτοφυλάκιο και έχει και το κέρδος από τη διαφορά $100 - 80$). Αντίθετα, αν η τιμή της μετοχής AAA γίνει 120 ευρώ τότε ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης προφανώς δεν θα εξασκήσει το δικαίωμα (μπορεί να πωλήσει τις μετοχές στην αγορά υψηλότερα από K). Σε αυτή την περίπτωση ο αγοραστής δεν θα έχει κανένα κέρδος από το δικαίωμα (αντίθετα έχει ζημία C από το ασφάλιστρο).

Γενικά, αν ST είναι η τιμή της μετοχής AAA στο χρόνο εξάσκησης T τότε το κέρδος από την χρήση του δικαιώματος πώλησης (put option) για τον αγοραστή (long position) θα είναι (χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος) ενώ αν συνυπολογιστεί και το ασφάλιστρο θα είναι $(K - ST)_+ - C'$. Έτσι ο επενδυτής Γ (ο holder) μπορεί να θεωρηθεί ότι εξασφαλίζει μια ελάχιστη τιμή στην οποία μπορεί να πωλήσει την μετοχή AAA (μειώνει τον κίνδυνο που διαχειρίζεται και για αυτό καταβάλλει ασφάλιστρο C') (Boutsikas 2005-07).



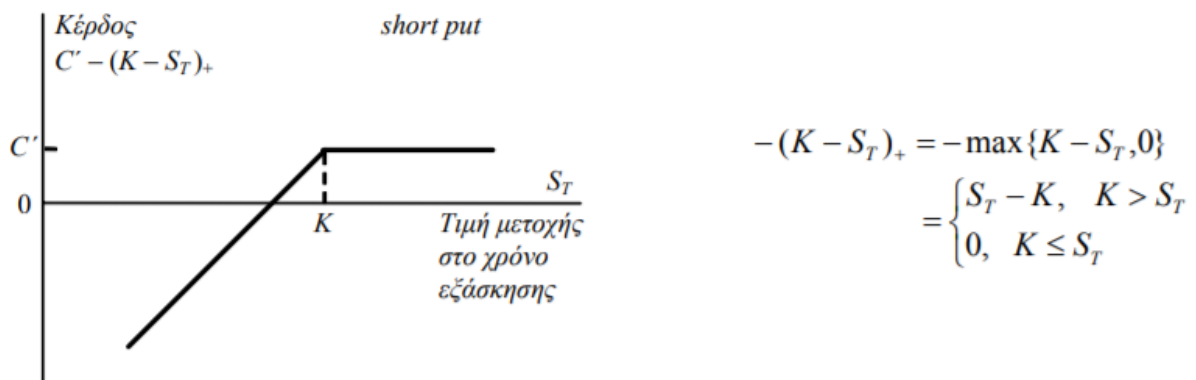
$$(K - S_T)_+ = \max\{K - S_T, 0\} = \begin{cases} K - S_T, & K > S_T \\ 0, & K \leq S_T \end{cases}$$

Εικόνα 3: Long Put

Ο επενδυτής Δ (Πώληση Δικαιώματος πώλησης - Short put). Ο επενδυτής Δ προβλέπει στάσιμη ή ελαφρά ανοδική τάση στην μετοχή αυτή. Πωλεί λοιπόν ένα δικαίωμα

πώλησης λήξης Μαρτίου επί της μετοχής AAA με τιμή άσκησης (strike price) $K = 100$ ευρώ εισπράττοντας το ασφάλιστρο C' .

Αν η τιμή της μετοχής AAA την ημέρα της λήξης του δικαιώματος είναι ελαφρά ανοδική ή παραμένει στάσιμη (πάνω από τα 100 ευρώ) τότε ο αγοραστής του δικαιώματος δεν θα εξασκήσει το δικαίωμά του και επομένως ο πωλητής θα έχει κερδίσει το ασφάλιστρο C' . Στην αντίθετη περίπτωση που η τιμή της μετοχής AAA πέσει κάτω από 100 ευρώ, (π.χ. 80 ευρώ) τότε ο αγοραστής του δικαιώματος θα εξασκήσει το δικαίωμά του και ο Δ θα υποχρεωθεί να αγοράσει στην τιμή των 100 ευρώ χάνοντας $100 - 80$ ευρώ ανά μετοχή (αφού στην αγορά θα τις έβρισκε τις μετοχές στα 80 ευρώ). Γενικά, αν S_T είναι η τιμή της μετοχής AAA στο χρόνο εξάσκησης T τότε το κέρδος από την χρήση του δικαιώματος πώλησης (put option) για τον πωλητή (short position) θα είναι (χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος) ενώ αν συνυπολογιστεί και το ασφάλιστρο C' θα είναι $C' - (K - S_T)_+$. Έτσι ο επενδυτής Δ (ο πωλητής, writer), αν τελικά μείνει περίπου στάσιμη η τιμή της μετοχής όπως προσδοκά, θα κερδίσει από το ασφάλιστρο που θα εισπράξει. Όπως όμως και ο επενδυτής B , ο επενδυτής Δ αναλαμβάνει μεγάλο ρίσκο με αυτή την κίνηση (Boutsikas 2005-07).



Εικόνα 4 :Short Put

2.1.5 Swaps ή Συμβόλαια Ανταλλαγής

Swap ή Σύμβαση Ανταλλαγής αποτελεί μια συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων για ανταλλαγή μελλοντικών χρηματοροών (legs) με τρόπο που έχουν προκαθορίσει μεταξύ τους. Τα χρηματικά ποσά που ανταλλάσσονται μπορεί να αναφέρονται σε διαφορετικά νομίσματα και σταθερά ποσά. Αλλιώς μπορεί ένα σταθερό ποσό να ανταλλάσσεται με ένα

μεταβαλλόμενο, αβέβαιο ποσό ή το ποσό πληρωμής στο ένα νόμισμα να είναι σταθερό ενώ στο άλλο μεταβαλλόμενο. Στην βιβλιογραφία έχουν εντοπιστεί, 28 τύποι τέτοιων συμβολαίων ανταλλαγής, όπου θα τους παρουσιάσουμε συνοπτικά :

- 1) Cross – currency Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Συναλλάγματος: Η συνηθέστερη μορφή συμβολαίου swap είναι η ανταλλαγή πληρωμών σε διαφορετικές ισοτιμίες. Οι πράξεις που λαμβάνουν χώρα στο συγκεκριμένο συμβόλαιο είναι η αρχική αγορά ενός νομίσματος σε μια ισοτιμία με συγκεκριμένη ημερομηνία και η πώληση της ίδιας ποσότητας του νομίσματος σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Για την επίτευξη του οφέλους στο παρόν συμβόλαιο, υπάρχει μια πράξη στην τρέχουσα αγορά και μια πράξη στην προθεσμιακή αγορά ενώ πολλές φορές υπάρχει η πιθανότητα να γίνουν και οι δύο πράξεις στην προθεσμιακή αγορά. Σε γενικές γραμμές τα swaps συναλλάγματος λειτουργούν κατά τον ίδιο τρόπο όπως και οι ανταλλαγές επιτοκίου (interest rate swaps), με μόνη τη διαφορά ότι στα swaps συναλλάγματος το αρχικό κεφάλαιο ανταλλάσσεται στην αρχή και στη λήξη της συναλλαγής, τα ποσά επί των οποίων υπολογίζονται οι πληρωμές (τόκοι) εκφράζονται σε διαφορετικό νόμισμα και αντίθετα με τις ανταλλαγές επιτοκίων, πέραν των τόκων ανταλλάσσεται πάντα και το κεφάλαιο (Bettelheim et al 1996).

Σε όλες τις περιπτώσεις χρησιμοποιείται η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία που ίσχυε όταν έκλεισε η συμφωνία. Το swap είναι παρόμοιο με μία προθεσμιακή πράξη σε συνάλλαγμα (forward foreign exchange transaction), με μόνη τη διαφορά ότι είναι πιο αποτελεσματικό, εφόσον ο διαφορισμός επιτοκίων των δύο νομισμάτων διακανονίζεται περιοδικά αντί εφάπαξ κατά τη λήξη της συναλλαγής. Η αρχική και τελική ανταλλαγή των κεφαλαίων μπορεί να εξαλειφθεί με τον καθορισμό μεταξύ των συμβαλλομένων μιας spot (τρέχουσας) συναλλαγής για την αγορά και την πώληση των νομισμάτων τους και την πληρωμή του ποσού της διαφοράς που αντιστοιχεί στην υποτίμηση ή ανατίμηση του νομίσματος στον αντισυμβαλλόμενο.

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

A) Ανταλλαγές νομισμάτων σταθερού / κυμαινόμενου επιτοκίου, όπου το ποσό της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει κυμαινόμενου επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο

εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα. Το απλούστερο παράδειγμα ενός swap του είδους αυτού χρησιμοποιείται από δανειζόμενους στην αγορά ευρωομολόγων, για την μετατροπή της υποχρέωσής τους από ένα ξένο νόμισμα στο νόμισμα της χώρας τους. Οι συναλλαγές αυτού του είδους γίνονται για την εξασφάλιση φθηνότερου κόστους χρηματοδότησης (funding cost) από την απλή έκδοση ενός ομολόγου σε εγχώριο νόμισμα. Τα swap αυτού του είδους χρησιμοποιούνται κυρίως σαν εργαλείο arbitrage μεταξύ των διαφόρων αγορών, στις οποίες υπάρχουν διαφορετικοί ρυθμιστικοί κανόνες και διαφορές στην προσφορά και ζήτηση για τα διάφορα νομίσματα, καθώς και για τη διαχείριση στοιχείων ενεργητικού – παθητικού (asset – liability management) όπως για παράδειγμα για την εξασφάλιση εισπρακτέων εσόδων από κέρδη συναλλάγματος (Hull 1995).

Β) ανταλλαγές νομισμάτων σταθερού / σταθερού επιτοκίου, όπου το ποσό της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα.

Γ) ανταλλαγές νομισμάτων κυμαινόμενου / κυμαινόμενου επιτοκίου, όπου το ποσό της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει ενός κυμαινόμενου επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει ενός δεύτερου κυμαινόμενου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα (Hull 1995).

Οι βασικές προϋποθέσεις και τα στάδια μιας τέτοιας ανταλλαγής είναι :

α) διαμόρφωση από διαφορετικές οικονομικές μονάδες, δύο ομοειδών θέσεων, δηλαδή δύο θέσεων long ή δύο θέσεων short, σε διαφορετικά νομίσματα, εκ των οποίων το ένα μπορεί να είναι το εγχώριο νόμισμα.

β) πρόβλεψη για αρνητική επίδραση επί των θέσεων των αναμενόμενων μεταβολών των ισοτιμιών ή/και των επιτοκίων

γ) ανταλλαγή (αγορά ή πώληση) του ποσού του νομίσματος της μιας θέσης με το ποσό του νομίσματος της άλλης θέσης στην τρέχουσα (spot) ισοτιμία, ανταλλαγή δηλαδή των κεφαλαίων

δ) ανταλλαγή, κατά τη διάρκεια της σύμβασης, των χρηματικών ροών που προέρχονται από τους τόκους των δύο ποσών

ε) ανταλλαγή κατά τη λήξη της σύμβασης των ποσών των αρχικών θέσεων

Τα αποτελέσματα της διαδικασίας αυτής είναι αφενός η αντιστάθμιση των κινδύνου συναλλάγματος, αφού στη λήξη της σύμβασης, χωρίς να ληφθεί υπόψη η τότε ισχύουσα ισοτιμία, ανταλλάσσονται τα αρχικά ποσά των δύο θέσεων, όπως αυτά διαμορφώνονται με την ισοτιμία της αρχικής ανταλλαγής και αφετέρου η αποκομιδή οφέλους που μπορεί να προκύψει από τις διαφορές των επιτοκίων και από τις διαφορές μεταξύ των τρεχουσών και προθεσμιακών (spot και forward) ισοτιμιών. Οι ανταλλαγές νομισμάτων, για λόγους μέτρησης, αναλύονται σε δύο θέσεις, οι οποίες αντιμετωπίζονται όπως και οι θέσεις των προθεσμιακών συμβολαίων συναλλάγματος (FX Forwards). Η κάθε θέση αντιμετωπίζεται σαν ομόλογο μηδενικού επιτοκίου. Οι θέσεις αυτές αφορούν το προθεσμιακό σκέλος της ανταλλαγής, το οποίο αναλύεται σε μία θετική θέση (long position) για το νόμισμα που θα εισπραχθεί από τον κάθε αντισυμβαλλόμενο στην προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία και μία αρνητική θέση (short position) για το νόμισμα που θα καταβληθεί από τον κάθε αντισυμβαλλόμενο.

- 2) Interest Rate Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Επιτοκίου: Ένα swap επιτοκίου είναι η συμφωνία μεταξύ δύο μερών να ανταλλάξουν σειρά πληρωμών σταθερού επιτοκίου με πληρωμές κυμαινόμενου στο ίδιο νόμισμα επί ενός δοθέντος ποσού και εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την μετατροπή ενός ήδη υπάρχοντος βραχυχρόνιου δανείου ή περιουσιακού στοιχείου ή μπορεί να είναι ανεξάρτητο. Τα swaps λειτουργούν μόνον εφόσον μπορεί να διενεργηθεί κάποιου είδους arbitrage μεταξύ δύο αγορών. Σε ένα swap επιτοκίου ανταλλάσσονται μόνον πληρωμές που ανταποκρίνονται σε πληρωμές επιτοκίου επί ενός ονομαστικού κεφαλαίου αλλά όχι και πληρωμές του κεφαλαίου. Το χαρακτηριστικό αυτό είναι σημαντικό για την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου ενός swap. Τα swaps επιτοκίου αναπτύχθηκαν ως ένας τρόπος εκμετάλλευσης των διαφορών μεταξύ της αγοράς ομολόγων και της αγοράς βραχυχρόνιου δανεισμού. Το ένα μέρος καταβάλλει πληρωμές σταθερού επιτοκίου και το άλλο πληρωμές κυμαινόμενου, αν και δεν αποκλείονται οι πληρωμές κυμαινόμενου ή σταθερού επιτοκίου και από τα δύο μέρη (Hull 1995). Παράλληλα για τον σχεδιασμό και την

πραγματοποίηση μιας ανταλλαγής επιτοκίων θα πρέπει να υπάρχει σύμπτωση στις εξής προϋποθέσεις :

α) ο ένας αντισυμβαλλόμενος θα πρέπει να έχει αποφασίσει να δανειστεί ή να επενδύσει με σταθερό επιτόκιο και ο άλλος με κυμαινόμενο ή και οι δύο με κυμαινόμενο επιτόκιο διαφορετικής βάσης.

β) η διάρκεια των δανείων ή των επενδύσεων θα πρέπει να συμπίπτει ή η ανταλλαγή να αναφέρεται σε ίδια χρονική περίοδο και για τα δύο δάνεια.

γ) η καταβολή των τόκων, εφόσον δεν συμφωνηθεί διαφορετικά, θα πρέπει να συμπίπτει χρονικά.

δ) το ύψος των δανείων ή των επενδύσεων θα πρέπει να συμπίπτει ή η ανταλλαγή να αφορά το ίδιο ύψος δανείων ή το ίδιο ύψος ονομαστικού ή πλασματικού ποσού.

ε) τα επιτόκια που μπορούν να επιτύχουν οι αντισυμβαλλόμενοι θα πρέπει να ευνοούν την ανταλλαγή.

3) Plain Vanilla Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Σταθερού / Κυμαινόμενου Επιτοκίου: Πρόκειται για τον πιο συνηθισμένο τύπο swap, που αποτελεί υποκατηγορία του interest rate swap. Στην περίπτωση αυτή ανταλλάσσονται τόκοι, οι οποίοι προέρχονται από μία υποχρέωση (δάνειο) ή επένδυση (στοιχείο του ενεργητικού ή του χαρτοφυλακίου) με σταθερό επιτόκιο και μία υποχρέωση ή επένδυση με κυμαινόμενο επιτόκιο (Bettelheim et al 1996). Η περαιτέρω κατηγοριοποίηση είναι ως εξής:

α) ανταλλαγή σταθερού/κυμαινόμενου επιτοκίου με απόλυτο πλεονέκτημα της μιας οικονομικής μονάδας στην αγορά σταθερού επιτοκίου και της δεύτερης οικονομικής μονάδας στην αγορά κυμαινόμενου επιτοκίου.

β) ανταλλαγή σταθερού/κυμαινόμενου επιτοκίου με απόλυτο πλεονέκτημα της μιας οικονομικής μονάδας και στις δυο αγορές επιτοκίων, σταθερού και κυμαινόμενου, αλλά με συγκριτικό πλεονέκτημα της κάθε μιας σε μια από τις δυο αγορές

- 4) Basis Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Κυμαινόμενου / Κυμαινόμενου Επιτοκίου: Πρόκειται για ανταλλαγές επιτοκίου βάσης. Θεωρούνται ως υποομάδα των swaps επιτοκίου. Οι ανταλλασσόμενοι τόκοι προέρχονται από υποχρεώσεις (δάνεια) ή επενδύσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο που συνδέονται με διαφορετική βάση αναφοράς, π.χ. το ένα έχει ως βάση το Libor και το άλλο το Euribor. Οι ανταλλαγές αυτές κυμαινόμενου επιτοκίου μπορεί να είναι στο ίδιο ή σε διαφορετικό νόμισμα. Το οικονομικό όφελος έγκειται στο arbitrage μεταξύ των αγορών αυτών, οι οποίες συνήθως έχουν σημαντικό εύρος στα spreads.
- 5) Credit Default Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου: Οι συμβάσεις ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου αποτελούν την πιο απλή αλλά και πιο διαδεδομένη μορφή των παραγώγων πιστωτικού κινδύνου. Αποτελούν τεχνικές με τις οποίες γίνεται διαχείριση και μεταβιβάζεται μέρος ή το σύνολο του πιστωτικού κινδύνου των υποκείμενων προϊόντων, δηλαδή των δανείων, χρεογράφων, ομολόγων κ.λπ.. Πρόκειται για διμερείς εξωχρηματοσηριακές συμβάσεις, με τις οποίες ο ένας συμβαλλόμενος (ο αγοραστής της προστασίας ή πωλητής του κινδύνου) μεταθέτει στον αντισυμβαλλόμενο του (τον πωλητή της προστασίας ή τον αγοραστή του κινδύνου) τον πιστωτικό κίνδυνο ενός συγκεκριμένου οφειλέτη, χωρίς όμως να επέρχεται καταρχήν καμία μεταβολή στη συμβατική σχέση μεταξύ δανειστή και οφειλέτη. Ο πιστωτικός κίνδυνος επέρχεται κατά κανόνα εάν επέλθουν συγκεκριμένα γεγονότα, τα οποία ονομάζονται στην πράξη «πιστωτικά γεγονότα», όπως π.χ. πτώχευση του υποκείμενου οφειλέτη, υπερημερία, άρνηση παροχής εκ μέρους του κ.λπ. (Hull 1995).

Στις συμβάσεις αυτές ο πωλητής αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στον αγοραστή ένα ποσό που αντιστοιχεί στην αξία της υποκείμενης πίστωσης κατά τη σύναψη της σύμβασης ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου, εάν επέλθει ο πιστωτικός κίνδυνος ως προς τον οφειλέτη της υποκείμενης αξίας, ενώ ο αγοραστής αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει μια εφάπαξ παροχή ή περιοδικές παροχές στον πωλητή που αποτελούν κατά κάποιον τρόπο το τίμημα για την αγορά της «προστασίας» και να μεταβιβάσει στον πωλητή της προστασίας τις συμφωνηθείσες αξιώσεις κατά του οφειλέτη της υποκείμενης αξίας με μία από τις εξής μεθόδους :

α) εάν έχει συμφωνηθεί διακανονισμός σε είδος, να μεταβιβάσει στον πωλητή της προστασίας τις αξιώσεις κατά του οφειλέτη της υποκείμενης αξίας (π.χ. με εκχώρηση, εάν πρόκειται για σύμβαση δανείου ή με μεταβίβαση κυριότητας, εάν πρόκειται για ομόλογα)

β) εάν έχει συμφωνηθεί διακανονισμός σε χρήμα, την αξία αυτών των σχετικών αξιώσεων κατά του οφειλέτη της υποκείμενης αξίας μετά την επέλευση του πιστωτικού κινδύνου (Hull 1995).

6) Total Return Swap ή Συμβόλαιο Πλήρους Ανταλλαγής Αποδόσεων: Πρόκειται για ακόμη ένα παράγωγο πιστωτικού κινδύνου. Στις συμβάσεις πλήρους ανταλλαγής αποδόσεων ο αγοραστής της προστασίας ανταλλάσσει με τον πωλητή της προστασίας την ανατίμηση και την απόδοση ορισμένου περιουσιακού στοιχείου έναντι της πληρωμής τόκου (με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο) και του ποσού της τυχόν υποτιμήσεως της αξίας αυτού του περιουσιακού στοιχείου. Ειδικότερα, στις συμβάσεις πλήρους ανταλλαγής αποδόσεων ο αγοραστής της προστασίας συμφωνεί να καταβάλει στον πωλητή της προστασίας τόκο (κυμαινόμενο ή σταθερό) επί της αξίας του υποκειμένου επιπλέον της συνολικής αποδόσεως (στην οποία απόδοση περιλαμβάνονται οι καρποί του υποκειμένου περιουσιακού στοιχείου π.χ. τόκοι σε ομόλογα ή μερίσματα επί μετοχών, αλλά και η τυχόν αύξηση της αξίας του) που του προσφέρει το υποκείμενο, ενώ ο πωλητής της προστασίας αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στον αγοραστή της προστασίας το ποσό της ενδεχόμενης υποτιμήσεως της αξίας του υποκειμένου είτε κατά τη λήξη της συμβάσεως είτε εάν επέλθει «πιστωτικό γεγονός».

7) Accreting Swap: Είναι swaps επιτοκίου ή συναλλάγματος στα οποία το αρχικό ονομαστικό κεφάλαιο αρχίζει σε χαμηλό επίπεδο και αυξάνεται σταδιακά, σύμφωνα με προκαθορισμένο χρονοδιάγραμμα. Μπορεί να θεωρηθεί ως συνδυασμός πολλών μικρότερων swaps με διαφορετικές ημερομηνίες λήξεως (Bettelheim et al 1996).

8) Amortizing Swap: Πρόκειται για swaps επιτοκίου ή συναλλάγματος στα οποία το αρχικό ονομαστικό κεφάλαιο αρχίζει σε υψηλό επίπεδο και μειώνεται σταδιακά, σύμφωνα με προκαθορισμένο χρονοδιάγραμμα. Στα swaps του είδους αυτού οι

πληρωμές υπολογίζονται σε σχέση με το αποσβηνόμενο αρχικό κεφάλαιο και χρησιμοποιούνται για να αντιμετωπίσουν την ροή πληρωμών απόσβεσης. Το amortizing swap αναλύεται και τιμολογείται ως συνδυασμός μικρότερων swaps με διαφορετικές ημερομηνίες λήξεως (Hull 1995).

9) Asset Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Στοιχείων Ενεργητικού: Τα swaps συνήθως χρησιμοποιούνται για την μετατροπή ενός επιτοκίου ή ενός νομίσματος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Τα asset swap (ή σύνθετα χρεόγραφα όπως ονομάζονται), συνδυάζουν απλά περιουσιακά στοιχεία και ένα interest rate swap. Πρόκειται για χρηματοοικονομικά εργαλεία τα οποία επιτρέπουν τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου απαιτήσεων μιας επιχείρησης από χρεόγραφα σε απαιτήσεις σταθερού επιτοκίου και αντίστροφα. Η αγορά λειτουργεί εκμεταλλευόμενη τις ατέλειες των τιμών στην αγορά των ομολόγων και στην αγορά των swaps. Ένα asset swap είναι η αγορά ενός ομολόγου στην δευτερογενή αγορά και ο συνδυασμός του με μια ανταλλαγή επιτοκίου (Hull 1995).

10) Callable – Puttable Swap: Είναι τα swaps κατά τα οποία το ένα μέρος έχει το δικαίωμα να ακυρώσει ή να παρατείνει την διάρκεια του swap. Για παράδειγμα, ο εκδότης ενός ομολόγου σε χρηματαγορά στην οποία τα επιτόκια έχουν πτωτικές τάσεις, προτιμά να έχει το δικαίωμα απόσυρσης του ομολόγου του και επανέκδοσής του σε χαμηλότερη τιμή επιτοκίου, καταβάλλοντας βεβαίως για το προνόμιο αυτό στον επενδυτή υψηλότερες από τις κανονικές αποδόσεις του ομολόγου, για την κάλυψη του κινδύνου που παίρνει ο τελευταίος. Αντίθετα, το ομόλογο μπορεί να περιέχει ένα δικαίωμα πώλησης (put option) που μπορεί να ασκηθεί από τον επενδυτή στην ημερομηνία πληρωμής του τοκομεριδίου. Σε περίπτωση άσκησης του ο επενδυτής εισπράττει βεβαίως χαμηλότερη αξία τοκομεριδίου (Bettelheim et al 1996).

11) Commodity Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Εμπορευμάτων: Είναι swaps ανταλλαγών τιμών εμπορευμάτων (όπως χρυσός, καφές, ασήμι) και είναι βασικά δύο ειδών:

α) swaps τιμών εμπορευμάτων (σταθερής έναντι κυμαινόμενης τιμής), όπου ο ένας αντισυμβαλλόμενος καταβάλλει περιοδικές πληρωμές (που είναι πολλαπλάσιο μιας σταθερής τιμής μιας προκαθορισμένης ποσότητας ενός

εμπορεύματος), ενώ ο άλλος αντισυμβαλλόμενος καταβάλλει περιοδικές πληρωμές που είναι πολλαπλάσιο μιας κυμαινόμενης τιμής που υπολογίζεται με βάση το δείκτη τρεχουσών τιμών του εμπορεύματος. Δεν υπάρχει φυσική παράδοση του εμπορεύματος και ο οικονομικός διακανονισμός γίνεται με συμψηφισμό των τυχόν ταμειακών διαφορών, όπου σε προσυμφωνημένα τακτά χρονικά διαστήματα καταβάλλεται ένα καθαρό ποσό από το ένα μέρος στο άλλο.

β) swaps τιμής – επιτοκίου (price-for-interest), όπου η αξία μιας σταθερής ποσότητας ενός συγκεκριμένου εμπορεύματος ανταλλάσσεται με πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου, συνήθως Libor. Η τιμή και η συνολική αξία του εμπορεύματος καθορίζονται είτε από την αρχή ή βασίζονται σε ένα κυμαινόμενο δείκτη – σημείο αναφοράς ο οποίος επανακαθορίζεται κατά διαστήματα. Τα swaps εμπορευμάτων είναι στην ουσία προθεσμιακές πράξεις κάλυψης της διακύμανσης μιας τιμής, όπου ο μὲν παραγωγός εξασφαλίζει ένα συγκεκριμένο έσοδο ο δε χρήστης ωφελείται από την αποφυγή συχνών μεταβολών στην τιμή του εμπορεύματος (Hull 1995).

12) Cross – currency Interest Rate Swap ή Σταυροειδές Συμβόλαιο Νομίσματος και Επιτοκίου: Αυτός ο τύπος της ανταλλαγής είναι στην ουσία συνδυασμός ενός currency swap και ενός interest rate swap. Η δομή της συναλλαγής είναι ταυτόσημη με εκείνη του fixed – to – fixed currency swap με μόνη τη διαφορά ότι το ένα ή και τα δύο επιτόκια είναι μεταβαλλόμενα. Στο τέλος υπάρχει όπως και στα currency swap μία τελική ανταλλαγή του αρχικού κεφαλαίου στην τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία (spot rate) που επικρατούσε όταν κλείστηκε η συμφωνία (Bettelheim et al 1996).

13) Day Swap: Πρόκειται για ανταλλαγή στην οποία η διαφορά μεταξύ των ημερομηνιών διακανονισμού είναι μόνο μία ημέρα.

14) Dual Currency Swap: Πρόκειται για swaps συναλλάγματος τα οποία χρησιμοποιούνται για αντιστάθμιση συναλλαγματικών κινδύνων από ομόλογα σε δύο ή περισσότερα νομίσματα. Ο εκδότης του ομολόγου έχει την ευχέρεια να πληρώσει κεφάλαιο και τοκομερίδιο είτε στο βασικό νόμισμα είτε σε άλλο νόμισμα με την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Στο swap αυτό ενσωματώνεται και το χρηματοοικονομικό δικαίωμα (option) που είναι απαραίτητο για την αντιστάθμιση

του κινδύνου από πληρωμές επιτοκίων στο αρχικό νόμισμα. Για παράδειγμα, ο αντισυμβαλλόμενος εισπράττει ένα νόμισμα, πληρώνει τοκομερίδια σε άλλο νόμισμα και η τελική ανταλλαγή κεφαλαίου γίνεται σε ένα τρίτο νόμισμα. Χρησιμοποιείται συχνά από δανειζόμενους που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν πρόσθετο συναλλαγματικό κίνδυνο προκειμένου να μειώσουν το κόστος του ονομαστικού επιτοκίου (Bettelheim et al 1996).

- 15) Energy Swap: Είναι swaps που προσομοιάζουν στα commodity swaps. Οι σταθερές πληρωμές συνδέονται με τις τιμές του πετρελαίου, δεν υπάρχει δε φυσική παράδοση του υποκείμενου μέσου, ο δε οικονομικός διακανονισμός που προκύπτει από τις διαφορές βασίζεται σε ένα κυμαινόμενο και γνωστό δείκτη τιμών πετρελαίου, όπως π.χ. τον Brent crude oil (Hull 1995).
- 16) Forward Swap: Τα συγκεκριμένα swaps ενεργοποιούνται σε κάποια συμφωνημένη μελλοντική στιγμή με όρους που αποφασίζονται σήμερα. Χρησιμοποιούνται ως ένα μέσα ασφάλισης έναντι του μελλοντικού κόστους των επιτοκίων. Για παράδειγμα, μία εταιρία που σχεδιάζει να δανεισθεί σε σταθερό επιτόκιο σε τρεις μήνες από τώρα, έχει αποφασίσει ότι η καλύτερη στρατηγική είναι η έκδοση ομολόγου κυμαινόμενου επιτοκίου και η μετατροπή του σε υποχρέωση σταθερού επιτοκίου μέσω ενός swap (Bettelheim et al 1996).
- 17) Index Swap: Τα εν λόγω swaps επιτρέπουν στους επενδυτές ή διαχειριστές ενός χαρτοφυλακίου να πάρουν διάφορες θέσεις με βάση το διαφορισμό επιτοκίων ή ισοτιμιών μεταξύ διαφόρων νομισμάτων, χωρίς να δημιουργήσουν αντίστοιχα ανοίγματα (currency exposures) στα νομίσματα αυτά. Στα swaps αυτά οι πληρωμές του ενός μέρους υπολογίζονται βάσει ενός δείκτη στο νόμισμα βάσεως, οι δε πληρωμές του άλλου μέρους σε ένα άλλο δείκτη σε διαφορετικό νόμισμα. Το αρχικό κεφάλαιο και όλες οι πληρωμές γίνονται στο νόμισμα βάσεως. Όλες οι πληρωμές στα swaps αυτά είναι πληρωμές κυμαινόμενου επιτοκίου, χωρίς ανταλλαγή αρχικού κεφαλαίου.
- 18) Index Amortization Rate Swap: Πρόκειται για swaps των οποίων το αρχικό κεφάλαιο αποσβήνεται ανάλογα με την κίνηση ενός δείκτη επιτοκίου, ο οποίος χρησιμοποιείται ως υποκείμενο μέσο. Στα swaps αυτά υπάρχει ένα σταθερό και

ένα κυμαινόμενο μέρος. Ο δείκτης μπορεί να είναι το Libor, το επιτόκιο κρατικών ομολόγων ή μια καθορισμένη τιμή του swap (Hull 1995).

- 19) Multi-legged Swap: Είναι swaps στα οποία ενώνεται ένας αριθμός αντισυμβαλλομένων, των οποίων η θέση τίθεται συνολικά. Η δομή περιέχει συνήθως ένα πακέτο αμφίπλευρων συμβολαίων μεταξύ κάθε συμβαλλόμενου και μιας ενδιάμεσης διαμεσολαβητικής τράπεζας, όπου και οι ανταλλαγές γίνονται αυτόματα (Bettelheim et al 1996).
- 20) Overnight Swap: Πρόκειται για ένα swap συναλλάγματος κατά το οποίο τα νομίσματα ανταλλάσσονται από σήμερα μέχρι την αυριανή ημέρα.
- 21) Reverse Swap: Είναι ένα swap που γίνεται για ακύρωση ενός προηγούμενου, δηλαδή ένα swap με τις τρέχουσες τιμές της αγοράς που εκτελείται με σκοπό την αντιστροφή και αντιστάθμιση των όρων της αρχικής συναλλαγής (Hull 1995).
- 22) Tom Swap: Το swap αυτό είναι σύμβαση ανταλλαγής συναλλάγματος κατά την οποία τα νομίσματα ανταλλάσσονται από αύριο μέχρι την ημερομηνία spot (τρέχουσα).
- 23) Spot Swap: Το swap συναλλάγματος κατά το οποίο τα νομίσματα ανταλλάσσονται από την ημερομηνία spot (δηλαδή δύο εργάσιμες ημέρες μετά το κλείσιμο της πράξης) μέχρι την επόμενη εργάσιμη ημέρα (Hull 1995).
- 24) Weekend Swap: Το swap συναλλάγματος στο οποίο ανταλλάσσονται δύο νομίσματα από την Παρασκευή μέχρι τη Δευτέρα.
- 25) Yield – Curve Swap: Είναι τα swaps στο ίδιο νόμισμα, κατά τα οποία το ένα μέρος πληρώνει Libor και το άλλο ένα πιο μακροπρόθεσμο επιτόκιο ως swap rate, το οποίο επανακαθορίζεται με την ίδια συχνότητα όπως και το libor. Με άλλα λόγια, πρόκειται για την ανταλλαγή ροών κυμαινόμενου επιτοκίου (basis swap) κατά την οποία η μία βάση υπολογισμού είναι μακροπρόθεσμο κυμαινόμενο επιτόκιο (Bettelheim et al 1996).

- 26) Zero Coupon Swap ή Συμβόλαιο Ανταλλαγής Μηδενικού Τοκομεριδίου : Πρόκειται για ένα swap στο οποίο τουλάχιστον ο ένας από τους συμβαλλόμενους αντί να καταβάλλει περιοδικές πληρωμές κατά τη διάρκεια του swap, πληρώνει ένα εφάπαξ ποσό κατά τη λήξη του swap, που αντιπροσωπεύει τις συσσωρευμένες πληρωμές επιτοκίου κατά τη διάρκεια ζωής του swap (Hull 1995).
- 27) Bond Swap: Πρόκειται για τεχνική, η οποία αφορά στην διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου ομολόγων, η οποία συνίσταται στην πώληση ορισμένων και στην αγορά άλλων με στόχο την αύξηση της απόδοσης ή των κερδών και τη μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης (Bettelheim et al 1996).
- 28) Swaption ή Συμβόλαιο Προαίρεσης Ανταλλαγής Επιτοκίων : Πρόκειται για μία σύνθετη μορφή παραγώγου, η οποία ορίζεται ως η σύμβαση προαίρεσης στην οποία ο πωλητής παραχωρεί στον αγοραστή έναντι καταβολής τιμήματος το δικαίωμα να επισπεύσει την έναρξη ισχύος της υποκείμενης συναλλαγής επιτοκίων, όπου η υποκείμενη συναλλαγή διακανονίζεται με την πραγματοποίηση όλων των πληρωμών, παραδόσεων και μεταφορών που οφείλουν οι συμβαλλόμενοι σύμφωνα με τους όρους της υποκείμενης συναλλαγής, στην περίπτωση σύμβασης προαίρεσης ανταλλαγής επιτοκίων στην οποία εφαρμόζεται διακανονισμός με φυσική παράδοση ή στην περίπτωση της σύμβασης προαίρεσης ανταλλαγής επιτοκίων στην οποία εφαρμόζεται χρηματικός διακανονισμός με την πληρωμή του ποσού χρηματικού διακανονισμού με βάση την αξία της υποκείμενης συναλλαγής κατά την ημερομηνία αποτίμησης, εάν τέτοια αξία από την πλευρά του αγοραστή είναι θετικός αριθμός (Hull 1995).

2.2 Χρήση των Παραγώγων Προϊόντων

Η χρήση των παραγώγων προϊόντων μπορεί να διαχωριστεί ανάμεσα σε τρεις κατηγορίες

A) Αντιστάθμιση Κινδύνου : Η αντιστάθμιση των επενδύσεων γίνεται ώστε να μετριαστεί ο κίνδυνος που έχουν αναλάβει για τις επενδύσεις. Οι επενδυτές χρησιμοποιούν την αντιστάθμιση κατά τον ίδιο τρόπο που ο ιδιοκτήτης ενός σπιτιού ενδέχεται να το ασφαλίσει για τις πλημμύρες. Η ασφάλιση έναντι του κινδύνου στοιχίζει ακριβά, αλλά όταν σταθμίζεται το κόστος της ασφάλειας με το ενδεχόμενο κόστος μιας πλημμύρας,

πληρώνεται πρόθυμα το ασφάλιστρο. Είναι γνωστό ποια θα είναι η μέγιστη ζημία, η τιμή του ασφάλιστρου συν κάθε πιθανή ίδια συμμετοχή.

Η αντιστάθμιση έναντι των κινδύνων μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε πληθώρα διαφορετικών καταστάσεων σε μια προσπάθεια περιορισμού του κινδύνου. Παραδείγματος χάριν, ένας εξαγωγέας μπορεί να προχωρήσει σε αντιστάθμιση έναντι των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών συμφωνώντας σε μια μελλοντική τιμή νομίσματος αυτήν τη στιγμή. Η αντιστάθμιση προστατεύει από μεγαλύτερες πιθανές ζημίες αλλά περιορίζει ταυτόχρονα το δυνητικό κέρδος.

Β) Κερδοσκοπία : Σε αντίθεση με την αντιστάθμιση κινδύνου, η κερδοσκοπία βασίζεται στην ανάληψη ρίσκου που θα δημιουργήσει μεγαλύτερα κέρδη. Οι κερδοσκοπικές κινήσεις βασίζονται σε μοντέλα που θα αυξήσουν την διασπορά του δυνητικού κέρδους τους. Η κερδοσκοπία έχει δημιουργήσει ηθικά θέματα γύρω από τις επενδύσεις σε παράγωγα καθώς πολλές φορές οι κερδοσκόποι επενδύουν χωρίς να υπάρχει επένδυση στον υποκείμενο τίτλο.

Γ) Arbitrage : Το arbitrage αποτελεί την διαφορά στην τιμή σε ένα συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό προϊόν σε διαφορετικές αγορές. Αν υπάρχει διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και τιμής πώλησης, βάζοντας μέσα και τα συναλλακτικά κόστη, τότε υπάρχει η δυνατότητα για arbitrage. Η αγορά σε μια συγκεκριμένη αγορά και η απευθείας πώληση σε μια διαφορετική αγορά με την διαφορά να αποτελεί ένα σίγουρο κέρδος για το επενδυτή χωρίς την ανάληψη ρίσκου. Τα χρηματοπιστωτικά παράγωγα αποτελούν ένα εργαλείο μέσα από τα οποία μπορεί να δημιουργηθούν επενδυτικές θέσεις που έχουν βασιστεί σε περιπτώσεις arbitrage.

Βιβλιογραφία 2^{ου} Κεφαλαίου

- Αγγελοπούλου, Κ. Ε. Κ. (2013). Διαχείριση κινδύνου και σύγχρονα χρηματοοικονομικά παράγωγα (Master's thesis).
- Κουτσουπιάς, Ε., & Σιδηρόπουλος, Μ. (2012). Χρηματοοικονομικά παράγωγα: η χρήση τους στη διαχείριση χαρτοφυλακίου επενδύσεων (Doctoral dissertation, ΤΕΙ Δυτικής Μακεδονίας).
- Bettelheim E., Parry H. & Rees W., (1996), Swaps and off exchange derivatives trading: Law and regulation
- Boutsikas M.V. (2005-7), Σημειώσεις μαθήματος «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα» Τμήμα Στατιστικής & Ασφαλιστικής Επιστήμης, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

- Hull J., Options, Futures & other Derivatives, 4th Edition, (1995) Kumpel, Bank- und Kapitalmarktrecht,

Κεφάλαιο 3 : Η Νομοθεσία της Χρηματοπιστωτικής Αγοράς και των Παραγώγων

3.1 Προϋπάρχον Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς

Η ευρωπαϊκή νομική κοινότητα ήδη από το έτος 1970 είχε επισημάνει την ανάγκη αυτοτελούς νομικής ρύθμισης του φαινομένου της κεφαλαιαγοράς και των επιμέρους εκφάνσεών της . Μέχρι και το έτος 2004 εφαρμογή στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς είχαν κατ' αποκλειστικότητα το δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας και το δίκαιο του χρηματιστηριακού δικαίου, δίκαια ανεπαρκή και αναποτελεσματικά να ρυθμίσουν την κεφαλαιαγορά. Το ίδιο συνέβη και στην Ελλάδα όπου δεν υπήρχε νομοθετικό πλαίσιο ειδικά για το φαινόμενο της κεφαλαιαγοράς . Η ανάπτυξη του σύγχρονου ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς ως ιδιαίτερου κλάδου, με αντικείμενο μόνο την οργάνωση της κεφαλαιαγοράς και την προστασία όσων εμπλέκονται με αυτήν, χρονολογείται από το έτος 1977 με σχετικές κοινοτικές, νομοθετικές πρωτοβουλίες. Ανάμεσα στις ρυθμίσεις της κοινοτικής νομοθεσίας αναφορικά με το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σημαίνουσα θέση κατέχουν δύο Οδηγίες, η 93/22/ΕΟΚ και η 2004/39/ΕΚ , οι οποίες επικεντρώνονται στην ρύθμιση της ίδιας της αγοράς και της δράσης σε αυτή, ανεξάρτητα από την θεσμική και οργανωτική μορφή των υποκειμένων που δραστηριοποιούνται στους κόλπους της ή των αντικειμένων των οικείων συναλλαγών.

Με το αρ. 7 του ν. 2396/1996 ενσωματώθηκε σχεδόν αυτούσιο το περιεχόμενο του αρ. 11 της 93/22/ΕΟΚ, στο οποίο περιλαμβάνονται οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων, κανόνες που αφορούν στην σχέση μεταξύ ΕΠΕΥ και πελατών αλλά και στην συμμόρφωση των ΕΠΕΥ στους κανόνες που ορίζονται κατά την άσκηση της δραστηριότητάς τους. Το περιεχόμενο του αρ. 7 του ν. 2396/1996 διακρίνεται στις αρχές συμπεριφοράς, οι οποίες αποτελούν τις βασικές αρχές δεοντολογίας και έχουν χαρακτήρα κανόνων δικαίου και στους κανόνες συμπεριφοράς, οι οποίοι αποτελούν εξειδίκευση των πρώτων. Οι πρώτες απαριθμούνται στην παράγραφο 3 του άρθρου αυτού και για τις δεύτερες προβλέπεται ειδική ρύθμιση μέσω κανονιστικής πράξης-απόφασης του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας. Κατ' εξουσιοδότηση του άνω άρθρου παρασχέθηκε στον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας εξουσιοδότηση προς συγκρότηση

επιτροπής εκπροσώπων «αρμοδίων φορέων» με έργο την σύνταξη Κώδικα Δεοντολογίας, του οποίου περιεχόμενο θα είναι κανόνες συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ και του προσωπικού τους. Πράγματι, η εν λόγω επιτροπή αφότου συγκροτήθηκε, υπέβαλε στον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας σχέδιο Κώδικα, ο οποίος κυρώθηκε με την υπ' αρ. 12263/Β.50081-4-1997 απόφαση του Υπουργού ως «Κώδικας δεοντολογίας επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών» (Γκόρτσος κα 2009).

Πλην όμως, η μεταφορά των αρχών δεοντολογίας που προσδιορίστηκαν στο αρ. 11 της 93/22/ΕΟΚ στο αρ. 7 παρ. 3 του ν. 2396/1996 και στον Κώδικα Δεοντολογίας παρουσιάζει πλημμέλειες. Γι' αυτό, υποστηρίζεται ότι ο ΚΔ ΕΠΕΥ δεν ανταποκρινόταν στις αυξημένες προσδοκίες της εγχώριας κεφαλαιαγοράς για την ύπαρξη ενός επαρκούς πλαισίου προστασίας του επενδυτή από την δραστηριότητα των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς επίσης, ότι η παράλειψη από το κείμενό του των βασικών αρχών δεοντολογίας που εισήγαγε η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ, οι οποίες συγκροτούν τον κανόνα κάθε σύγχρονου θεσμικού πλαισίου προστασίας του επενδυτή και ο υπερβολικά λεπτομερής- και πολλές φορές ταυτολογικός - χαρακτήρας του περιεχομένου το, σε συνδυασμό βεβαίως και με τις παρατηρηθείσες υπερβάσεις της οικείας νομοθετικής εξουσιοδότησης, αποτελούν αξιοσημείωτες αδυναμίες του ισχύοντος Κώδικα Δεοντολογίας, οι οποίες αμβλύνουν την αποτελεσματικότητά του και τη δυνατότητα επιτυχούς αξιοποίησής του από τις εποπτικές αρχές και τα δικαστήρια (Ποδούρη 2012).

3.2 Ισχύον Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς

Ήδη από τα τέλη της δεκαετίας 1990 είχε αρχίσει να γίνεται αντιληπτό πως η οδηγία 93/22/ΕΟΚ δεν αποτελούσε πλέον ένα επαρκές θεσμικό πλαίσιο για την δημιουργία μιας ενιαίας κοινοτικής κεφαλαιαγοράς και για την επιβίωση των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών στον παγκόσμιο ανταγωνισμό. Με ανακοίνωσή της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή διαπίστωνε πως η Οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες «πρέπει να εκσυγχρονιστεί για να προσαρμοστεί στις απαιτήσεις του νέου περιβάλλοντος των συναλλαγών.» Ομοίως με ανάλογη ανακοίνωσή της η Επιτροπή επισήμανε την ίδια προβληματική και στο πεδίο των επαγγελματικών υποχρεώσεων των ΕΠΕΥ, καθόσον ήδη κατά την εφαρμογή της 93/22/ΕΟΚ καταγράφηκε πρώτον η ανεπαρκής διάκριση μεταξύ επαγγελματιών και ιδιωτών πελατών και δεύτερον η ασαφής κατανομή της αρμοδιότητας

προς εποπτεία των κανόνων συμπεριφοράς ανάμεσα στο κράτος μέλος υποδοχής και στο κράτος μέλος υποδοχής των επιχειρήσεων επενδύσεων. Ανάλογος προβληματισμός για αναθεώρηση της άνω οδηγίας εκφράσθηκε και στο από το 1999 Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και αργότερα στην τελική αναφορά της Επιτροπής των Σοφών σχετικά με την ρύθμιση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών. Με αυτούς τους προβληματισμούς προλειάνθηκε το έδαφος για την έκδοση της Οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21-04-2004 σχετικά με τις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, η οποία στην αρχική της έκδοση προέβλεπε την κατάργηση της 93/22/ΕΟΚ με ισχύ από 30-4-2006.¹⁷

Έτσι με τον ν. 3606/2007 (ΦΕΚ Α 197/01-11-2007) ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία η Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «Για τις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου» της 21ης Απριλίου 2004 (L 145/30.4.2004). Ταυτόχρονα αναδιαρθρώθηκε και συστηματοποιήθηκε μεγάλο μέρος της νομοθετικής ύλης που είχε εισαχθεί στο παρελθόν και ρύθμιζε επιμέρους θέματα που πραγματεύεται η Οδηγία και ιδίως οι διατάξεις του ν. 3632/1923 και του ν. 1806/1988, καθώς και το μέρος Α' του ν. 2396/1996 (Φλώρος 2011).

3.3. MiFID I & II

3.3.1 MiFID I

Η ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστή στο ευρύτερο κοινό ως οδηγία MiFID - Markets in Financial Instruments Directive , αποτέλεσε τη συνέχεια μιας διαδικασίας εναρμόνισης των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου και εφαρμόζεται στο πλαίσιο του Financial Services Action Plan (F.S.A.P.). Τα κράτη- μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν δεσμευτεί στη δημιουργία μιας αποτελεσματικότερης και ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με στόχο την πλέον ανταγωνιστική και δυναμική, βασισμένη στη γνώση, οικονομία στον κόσμο, ικανή να διατηρήσει την οικονομική ανάπτυξη και απασχόληση καθώς και τη κοινωνική συνοχή. Στο

F.S.A.P έχει ενσωματωθεί ο στόχος της δημιουργίας μιας ολοκληρωμένης ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Ο ακρογωνιαίος λίθος της επιτυχίας του σχεδίου δράσης είναι η άνω οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID). Το F.S.A.P. ορίζει μία σειρά από γενικές κατευθύνσεις και αποτελεί πλαίσιο ρυθμιστικών μέτρων. Τα περισσότερα από τα μέτρα αυτά είχαν ληφθεί κατά την χρονική περίοδο πριν από την υιοθέτηση του σχεδίου F.S.A.P., περιλαμβανόμενης και της αρχικής οδηγίας επενδυτικών υπηρεσιών (Μουσέρα 2014).

Η οδηγία MiFID υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Απρίλιο του έτους 2004. Η συγκεκριμένη οδηγία αντικατέστησε την πιο σημαντική οδηγία μέχρι τότε, δηλαδή την ISD, που αφορούσε τους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές και τις χρηματοοικονομικές αγορές από το 1995. Σκοπό της οδηγίας 2004/39/EK αποτελούσε η εγκαθίδρυση ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων. Πιο ειδικά, σκοπός της είναι η εγκαθίδρυση αγοράς, στην οποία η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άλλων σχετικών δραστηριοτήτων επί χρηματοπιστωτικών μέσων να μπορεί να διαμορφώνεται για τους συντελεστές της (επιχειρήσεις επενδύσεων, πιστωτικά ιδρύματα, διαχειριστές αγορών) υπό συνθήκες πλήρους απελευθέρωσης εντός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Η οδηγία MiFID, ωστόσο, αναθεωρεί το πεδίο εναρμόνισης για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που εισήγαγε η ISD, την οποία για το λόγο αυτό καταργεί.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι οι ρυθμίσεις της ISD έπαυσαν να έχουν τον απαιτούμενο βαθμό ευελιξίας και κατ' επέκταση δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν σε θεσμικά ζητήματα που δημιουργούν οι αναπτυσσόμενες δομές αγοράς και επιχειρήσεων. Η MiFID προσπάθησε να επεκτείνει το πεδίο κάλυψης της ISD και να προωθήσει νέα και πιο εκτενή ζητήματα στα οποία οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές θα πρέπει να προσαρμοστούν. Τα ζητήματα αυτά είχαν τεθεί, για πρώτη φορά, στο τραπέζι των διαβουλεύσεων, τον Απρίλιο του 2004 όταν δημιουργήθηκε το Επίπεδο 1 της οδηγίας. Η τελική μορφή δόθηκε στις 30 Απριλίου 2004 και η έναρξη εφαρμογής από 1.11.2007.

Προκειμένου φυσικά και νομικά πρόσωπα να κατανοήσουν και να εφαρμόσουν την νέα ευρωπαϊκή οδηγία, εξεδόθησαν κατόπιν δημόσιας διαβούλευσης, από την Ευρωπαϊκή Ένωση η εκτελεστική οδηγία 2006/73/EK και ο κανονισμός 1287/2006 της 10ης Αυγούστου 2006. Από την αιτιολογική έκθεση της Επιτροπής συνάγεται το συμπέρασμα ότι ο Κανονισμός επιλέχθηκε ως όχημα για την έκδοση εκτελεστικών μέτρων όπου οι διατάξεις της 2004/39/EK ήταν λεπτομερείς. Αντίστοιχα, όπου δεν ήταν τεχνικά ή νομικά σκόπιμο και επιθυμητό να επιστρατευθεί η άμεση ισχύς του κανονισμού, η Επιτροπή

προτίμησε να καταφύγει στην λύση μιας εκτελεστικής οδηγίας βασισμένης στις αρχές-πλαίσια της 2004/39/EK , ώστε «να επιτρέψει στα κράτη μέλη να κάνουν μόνο τις αναγκαίες προσαρμογές για την ομαλή ένταξη των κανόνων στα εθνικά νομικά συστήματα.»

Η ευρωπαϊκή οδηγία 2004/39/EK έχει ενσωματωθεί στην ελληνική έννομη τάξη με το ν. 3606/2007, τις εννέα εκτελεστικές αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, από 1/452 έως 9/452 της 1ης Νοεμβρίου του 2007 καθώς και με την Πράξη του Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος , ΠΔ/ΤΕ 2597/31.10.2007.

Η MiFID εφαρμόζεται με βάση την διαδικασία των τεσσάρων σταδίων της έκθεσης Lamfalussy (ή Επιτροπής Σοφών). Αυτή συνίσταται σε προσέγγιση εφαρμογής που αρχίζει με την έκδοση ευρωπαϊκής οδηγίας από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο(I), προχωρεί στη περισσότερο λεπτομερή και τεχνική αποσαφήνιση ορισμένων διατάξεων της οδηγίας (II), συνεχίζει με τη συνεργασία μεταξύ εθνικών ρυθμιστικών αρχών για την ενιαία εφαρμογή κανόνων (III) και καταλήγει με την ενσωμάτωση της οδηγίας στο εθνικό δίκαιο και πρακτική των κρατών – μελών καθορίζοντας τη λειτουργία των αγορών τους (IV) (Μουτσέρα 2014).

Ειδικότερα, η διαδικασία Lamfalussy περιλαμβάνει τα εξής 4 επίπεδα:

- Επίπεδο 1: Νομοθεσία και οδηγίες – Ευρωπαϊκό Συμβούλιο. Στο επίπεδο αυτό εκδίδονται βασικές νομικές πράξεις, μέσω των οποίων καθιερώνονται οι βασικές κατευθυντήριες αρχές που διέπουν το αντικείμενο ρύθμισης και αποτυπώνονται οι βασικές πολιτικές επιλογές των κοινοτικών οργάνων.

- Επίπεδο 2: Συμβουλές τεχνικής εφαρμογής – European Securities Committee και Committee of European Securities Regulators (CESR). Στο δεύτερο επίπεδο εκδίδονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτελεστικά μέτρα για τις διατάξεις της βασικής νομικής πράξης που καθορίζονται περιοριστικά σε αυτήν.

- Επίπεδο 3: Κανόνες (τοπικής) συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ – CESR και εθνικές ρυθμιστικές αρχές. Στο τρίτο επίπεδο λαμβάνει χώρα η παρακολούθηση της ομοιόμορφης εφαρμογής από τα κράτη μέλη της υιοθετούμενης σε επίπεδο 1 και 2 νομοθεσίας. Σημαντικός είναι σε αυτό το επίπεδο ο ρόλος της CESR , η οποία έχει την εξουσία έκδοσης πράξεων ηπίου ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, δηλαδή κατευθυντήριων γραμμών, προτύπων και συστάσεων.

- Επίπεδο 4: Επιβολή κανόνων από τα κράτη μέλη και συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών. Στο τελευταίο επίπεδο προτείνεται η ενίσχυση του έργου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναφορικά με τον έλεγχο της ορθής εφαρμογής από τα κράτη μέλη των κοινοτικών πράξεων, σύμφωνα με τα προαναφερθέντα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στον κατάλογο των παρεπόμενων υπηρεσιών προστέθηκαν δύο ακόμη υπηρεσίες, οι οποίες είναι η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και η χρηματοοικονομική ανάλυση ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, καθώς και η παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σχετικά με συγκεκριμένα είδη παραγώγων εφόσον σχετίζονται με την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών (Ορφανάκου 2011).

Πολύ σημαντική είναι η εισαγωγή μίας νέας επενδυτικής δραστηριότητας που ανάγεται σε αντικείμενο αυτοτελούς διαβατηρίου, η δραστηριότητα της λειτουργίας Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Ακόμα, η άνω οδηγία εισήγαγε πεδίο εναρμόνισης και για τη δραστηριότητα της λειτουργίας οργανωμένης αγοράς, ως παραδοσιακής μορφής αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων, για την οποία αναγνωρίζει συγκεκριμένες ελευθερίες και ειδικούς όρους ως προς την άσκησή τους. Επιπλέον, η MiFID αναγνώρισε ότι τα τελευταία χρόνια είχε διευρυνθεί το φάσμα των χρηματοπιστωτικών μέσων που προωθούνται στις κεφαλαιαγορές, αποτελώντας αντικείμενο ευρείας διακίνησης, εμπορίας και επενδύσεων. Επιπρόσθετα, η MiFID επαναπροσδιόρισε τον κατάλογο των χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως αυτός είχε αρχικά οριστεί με την ISD, προσθέτοντας σε αυτόν νέα χρηματοπιστωτικά μέσα. Συγκεκριμένα, ο παραπάνω κατάλογος εμπλουτίστηκε με διάφορους τύπους παράγωγων μέσων, όπως για παράδειγμα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής, προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες συμβάσεις παραγώγων σχετιζόμενες με κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις ή άλλα παράγωγα μέσα, χρηματιστηριακούς δείκτες ή άλλα χρηματοπιστωτικά μεγέθη δεκτικά εκκαθάρισεως με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα.

Ακόμα, στον παραπάνω κατάλογο περιλαμβάνονται συμβάσεις παραγώγων σχετιζόμενες με κλιματικές μεταβλητές, ναύλους, άδειες εκπομπής ρύπων ή ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες επίσημες οικονομικές στατιστικές, που πρέπει να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαριστούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει λύση της σύμβασης). Επίσης, περιλαμβάνονται στον κατάλογο τα παράγωγα για

μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου καθώς και οι χρηματοοικονομικές συμβάσεις επί διαφορών .

Η μεγάλη γκάμα των χρηματοπιστωτικών μέσων στα οποία αναφέρεται η MiFID ως περιεχόμενο του καταλόγου των ρυθμιζόμενων με αυτή επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων, καθιστά εφικτή τη λειτουργία των αντίστοιχων ευρωπαϊκών διαβατηρίων. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ποικιλία των χρηματοπιστωτικών μέσων παρέχει τη δυνατότητα για ανάληψη δραστηριοτήτων σε νέους τομείς, ενθαρρύνοντας την περαιτέρω ανάπτυξη των αγορών με την άσκηση των σχετικών κοινοτικών ελευθεριών (εγκατάστασης και παροχής επενδυτικών υπηρεσιών), με συνέπεια την εδραίωση της ενιαίας αγοράς (Κλεισούρα 2007).

Η MiFID εισήγαγε σε επίπεδο εναρμόνισης τρεις βασικές μορφές αγοράς: την αγορά που διαμορφώνεται ως συνέπεια της άσκησης της δραστηριότητας «συστηματικής εσωτερικοποίησης», την αγορά που διαμορφώνεται με τη λειτουργία Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης και την οργανωμένη αγορά. Στο πλαίσιο της δραστηριότητας της «συστηματικής εσωτερικοποίησης» περιλαμβάνονται οι συναλλαγές που διενεργεί η ΕΠΕΥ κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά, για ίδιο λογαριασμό, εκτελώντας εντολές πελατών της εκτός οργανωμένης αγοράς ή Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης. Η κύρια οικονομική σημασία της δραστηριότητας αυτής έγκειται στο ότι καθίσταται δυνατός για την ΕΠΕΥ ο συμψηφισμός , εντός του βιβλίου εντολών της , των δικών της θέσεων με τις θέσεις κάθε πελάτη της, γεγονός που επιτρέπει το διακανονισμό των θέσεων, σε επίσημο χρηματιστήριο ή σύστημα διακανονισμού, μόνο ως προς το μη συμψηφισμένο μέρος τους. Έτσι, η ΕΠΕΥ επιτυγχάνει μείωση κόστους κατά την παροχή σχετικών υπηρεσιών, καθιστώντας την παρεχόμενη υπηρεσία πιο συμφέρουσα για τον πελάτη της. Παράλληλα, δημιουργείται πεδίο ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων επενδύσεων ως συστηματικών εσωτερικοποιητών και των χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών ως παραδοσιακών μορφών αγοράς. Αντικείμενο του ανταγωνισμού είναι η διασφάλιση συνθηκών αγοράς με τους πλέον αποτελεσματικούς όρους συναλλαγής (Ορφανάκου 2011).

Η άσκηση της δραστηριότητας συστηματικής εσωτερικοποίησης δημιουργεί διάφορα θεσμικά θέματα ως προς το αν εξασφαλίζει σε κοινοτικό επίπεδο ισοδύναμη προστασία στους επενδυτές, σε σχέση με αυτή που εξασφαλίζουν οι οργανωμένες αγορές και τα χρηματιστήρια. Για τον παραπάνω λόγο, αλλά και προκειμένου να υπάρχουν ίσοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των διάφορων υποδομών αγοράς (συστηματικών

εσωτερικοποιητών , ΠΜΔ, οργανωμένων αγορών), η MiFID υπήγαγε την άσκησή της σε ειδικές απαιτήσεις. Σύμφωνα με την δραστηριότητα λειτουργίας ΠΜΔ, οι ΕΠΕΥ μπορούν να διαχειρίζονται ΠΜΔ, δημιουργώντας και εκείνες με τη σειρά τους αυτοτελείς υποδομές αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων σε σχέση με τις οργανωμένες αγορές και τα χρηματιστήρια. Οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης, επιτρέπουν τη συνάντηση και αλληλεπίδραση περισσότερων συναλλακτικών συμφερόντων για την αγορά και πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων κατά τρόπο που καταλήγει στη διενέργεια συναλλαγών επί των μέσων αυτών με βάση τους κανόνες του συστήματος. Τα ΠΜΔ υπάγονται σύμφωνα με τη MiFID σε συγκεκριμένες απαιτήσεις για την αδειοδότηση και τη λειτουργία τους. Ωστόσο, σε σύγκριση με τα χρηματιστήρια και τις οργανωμένες αγορές, τα ΠΜΔ υπόκεινται σε χαμηλότερες απαιτήσεις λειτουργίας σε σχέση, για παράδειγμα, με τους όρους εισαγωγής χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, τις οργανωτικές προϋποθέσεις λειτουργίας (Ορφανάκου 2011).

Αξίζει να τονιστεί ότι σε όλες τις παραπάνω μορφές αγοράς εφαρμόζονται σύμφωνα με την MiFID κανόνες διαφάνειας, ώστε να εξασφαλίζονται δίκαιοι και ισότιμοι όροι ανταγωνισμού, αλλά και συνθήκες δίκαιης και διαφανούς αγοράς. Με την άσκηση δραστηριοτήτων εσωτερικοποίησης ή ΠΜΔ είναι εμφανές ότι οι ΕΠΕΥ απαλλάσσονται από την υποχρέωση να διαβιβάζουν τις εντολές των πελατών τους στις οργανωμένες αγορές.

Έτσι οι εν λόγω επιχειρήσεις μπορούν να συναλλάσσονται απευθείας με τους πελάτες τους (εσωτερικοποιητές) ή ακόμη και να διαμορφώνουν οι ίδιες συνθήκες αγοράς για τη διενέργεια συναλλαγών (ΠΜΔ) επί των μέσων αυτών, αποκτώντας ανεξαρτησία από τα συστήματα των οργανωμένων αγορών.

Οι παραπάνω κοινοτικές εξελίξεις επηρέασαν το ρόλο των οργανωμένων αγορών, κατήργησαν τη μονοπωλιακή θέση τους στις κεφαλαιαγορές και τις υπήγαγαν στο νέο περιβάλλον ανταγωνισμού που η θεώρηση της πολλαπλότητας των υποδομών της αγοράς επιτάσσει. Συγχρόνως η οδηγία διευκρίνισε περαιτέρω τα καθήκοντα και τις ευθύνες των εποπτικών αρχών του κράτους- μέλους καταγωγής και του κράτους- μέλους υποδοχής, με άμεσο αποτέλεσμα την ενίσχυση της βεβαιότητας ως προς την αποτελεσματικότητα της εποπτείας των διασυνοριακών συναλλαγών και τη μείωση του κινδύνου επιβολής αχρείαστων ρυθμίσεων από το κράτος – μέλος υποδοχής επί των επιχειρήσεων επενδύσεων που εκτελούν διασυνοριακές συναλλαγές (Κλεισούρα 2007).

Επιπρόσθετα, η MiFID καθόρισε αρχές διαχείρισης εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και απαιτήσεις διαχωρισμού των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους. Οι ΕΠΕΥ πρέπει να διαθέτουν ανεξάρτητη υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου για τη συμμόρφωσή τους έναντι της νομοθεσίας και να προβλέπουν την επαρκή συμμετοχή ανωτέρων εκτελεστικών στελεχών αλλά και τη λογοδοσία αυτών στη διαδικασία συμμόρφωσης. Οποιαδήποτε υλική σύγκρουση συμφερόντων πρέπει να κοινοποιείται στους πελάτες και την αρμόδια εποπτική αρχή. Οι ΕΠΕΥ θα πρέπει να θεσπίσουν και να τηρούν πολιτική διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων και να διατηρούν αποτελεσματικά εμπόδια στη διαρροή πληροφοριών (π.χ. τείχη μεταξύ των τμημάτων της επιχείρησης). Όταν μια ΕΠΕΥ παράγει και διανέμει αναλύσεις, καθορίζονται επιπλέον ειδικές απαιτήσεις με στόχο τη διασφάλιση ότι η εταιρεία και οι μεμονωμένοι αναλυτές δεν αντιμετωπίζουν σύγκρουση συμφερόντων (Μουτσέρα 2014).

Η σημαντικότερη αλλαγή που επέφερε η 2004/39/EK θα μπορούσε να πει κανείς ότι είναι η κατοχύρωση μεγαλύτερης διαφάνειας στις χρηματιστηριακές αγορές και η διασφάλιση της προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών, κυρίως εκείνων που δεν έχουν την απαιτούμενη γνώση και εμπειρία και των μικροεπενδυτών. Πλην όμως, ο κοινοτικός νομοθέτης αφουγκραζόμενος τις ανάγκες της αγοράς και μετά από επτά χρόνια ζωής τροποποιεί την MiFID .

3.3.2 MiFID II

Στις 20 Οκτωβρίου 2011, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε νομοθετική πρόταση για την αναθεώρηση της οδηγίας 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (γνωστή ως MiFID II ή MiFID review). Η MiFID II επεκτείνει το πεδίο εφαρμογής της ισχύουσας οδηγίας. Αυτή η αναθεώρηση κρίθηκε επιβεβλημένη, και δεν έχει τεθεί αποκλειστικά και μόνο λόγω της οικονομικής κρίσης, παρόλο που MiFID II είναι επίσης μια απάντηση σε αυτό. Η MiFID II είναι ένα κομβικό σημείο σε μια πολύ ευρύτερη αναμόρφωση της νομοθεσίας των πιστωτικών τίτλων, με έμφαση τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και τα αποθετήρια (EMIR) και της νομοθεσίας για τις ανοικτές πωλήσεις και συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (Short-selling), καθώς επίσης αποτελεί και μία αναθεώρηση της οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς (MAD), τροποποιεί τις οδηγίες σχετικά με τη διαφάνεια και τα

Ενημερωτικά Δελτία, υποβάλλει προτάσεις για το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (Κ.Α.Α.) και τροποποιήσεις της οδηγίας περί πιστωτικών τίτλων (SLD). Επίσης, συνδέεται άμεσα με βασικές ρυθμιστικές αλλαγές στη βιομηχανία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των τροποποιήσεων στην οδηγία για τον Οργανισμό Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και στην οδηγία 2011/61/ΕΕ σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (AIFMD) και την πρωτοβουλία για την επένδυση στα συσκευασμένα προϊόντα λιανικής (PRIPs) (Τσακίρη 2018).

Η Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, γνωστή ως “Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II” και ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου γνωστός ως “Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR”, με τις εκτελεστικές και τις κατ’ εξουσιοδότηση Πράξεις αυτών (επίπεδο 2) και τις αντίστοιχες εγκυκλίους, οδηγίες και προδιαγραφές (επίπεδο 3) της ESMA, αποτελούν το νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει πλέον την παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η MiFID II/MiFIR έχει ως σκοπό την ενίσχυση της ακεραιότητας και της αποτελεσματικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και διαφοροποιείται σημαντικά σε σχέση με τη MiFID I, ιδίως ως προς το εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων που εμπίπτουν στις υποχρεώσεις προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής διαφάνειας, τη διάρθρωση της αγοράς, την ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών και την προστασία των επενδυτών.

Το νέο καθεστώς, όπως περιγράφεται στο σχετικό έγγραφο διαβούλευσης, θα αλλάξει θεμελιωδώς τον τρόπο των αγορών κινητών αξιών που λειτουργούν στην ΕΕ, ιδιαίτερα σε σχέση με τις διαπιστωθείσες ελλείψεις που έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η αναθεώρηση αφορά, επίσης, στις εξελίξεις που συνέβησαν από την εφαρμογή της MiFID το έτος 2007, και ιδίως την αυξημένη χρήση της τεχνολογίας και των συνεπειών της στις εμπορικές πρακτικές. Η σχετική διαβούλευση δημιούργησε σημαντικό ενδιαφέρον και συζήτηση και υποβλήθηκαν πάνω από 4.200 έγγραφα παρατηρήσεων από τις ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις και τους λοιπούς φορείς της βιομηχανίας, με ορισμένους από αυτούς να εκφράζουν σημαντικές ανησυχίες σχετικά με τις προταθείσες τροποποιήσεις (Σουλιώτη 2018).

Μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε να επανεξετάσει το πλαίσιο της οδηγίας MiFID και στις 20 του Οκτώβρη 2011 δημοσίευσε τις προτάσεις για μια αναθεωρημένη οδηγία (MiFID II) και με νέο κανονισμό (MiFIR). Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ψήφισε τις τροπολογίες του στις προτάσεις της Επιτροπής στις

26 Οκτωβρίου του 2012 και το Συμβούλιο κατέληξε σε γενική προσέγγιση τον Ιούνιο του 2013. Στην συνέχεια άρχισαν τριμερείς διάλογοι μεταξύ των τριών νομοθετικών θεσμικών οργάνων της ΕΕ, που οδήγησαν σε μια πολιτική συμφωνία για το Επίπεδο 1 MiFID II / MiFIR που επετεύχθη υπό Ελληνική Προεδρία στις 14 Ιανουαρίου 2014. Σημειώνεται ότι η πολιτική συμφωνία επί της οδηγίας χρειάστηκε τριάμισι χρόνια ώστε να επιτευχθεί (η αρχική εισήγηση της Κομισιόν έγινε τον Οκτώβριο του 2011) και εντάσσεται στη γενικότερη πολιτική περιορισμού της ασυδοσίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, στον απόηχο της μεγάλης οικονομικής κρίσης του 2008.

Ειδικότερα, πρωταρχικός στόχος της MiFID ήταν να δημιουργήσει ένα εύρωστο κοινό κανονιστικό πλαίσιο για τις αγορές κινητών αξιών της Ευρώπης, ενώ θα προωθούσε τον ανταγωνισμό και την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών. Πλην όμως, επικεντρώθηκε κυρίως στην αγορά των μετοχών. Η MiFID II φαίνεται να συνδυάζει αυτούς τους αρχικούς στόχους, με αρχική θεώρηση την άμβλυνση της πιθανότητας κινδύνου στα χρηματοπιστωτικά συστήματα στο σύνολό τους -με φόντο τις δεσμεύσεις των G20 - την εξασφάλιση της αποδοτικότητας των αγορών. Από την άποψη του συστημικού κινδύνου, η χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε επίσης τις αδυναμίες του εποπτικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που οδήγησε στην δημιουργία του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας, συμπεριλαμβανομένων του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου και των ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών (Ταπεινού 2016).

Μια κεντρική εντολή των ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών είναι η ανάπτυξη ενός «ενιαίου εγχειριδίου κανόνων», με προσπάθεια για σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών. Με την MiFID II, αναμένεται η συζήτηση σχετικά με την έκταση της εποπτείας στην Ευρώπη και από ποιους. Σαφώς, όμως, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority- ESMA) θα διαδραματίσει ένα διαφορετικό ρόλο στο μέλλον από την προκάτοχό του, Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators - CESR) (Τσακίρη 2018).

Το έγγραφο διαβούλευσης της ΕΚ για την MiFID II θέτει 147 σημεία συζήτησης σε οκτώ τμήματα, με στόχο την ενίσχυση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ειδικότερα, αναφορικά με το πεδίο εφαρμογής της MiFID, αυτό προτείνεται να επεκταθεί σε περισσότερες επιχειρήσεις, όπως σε ορισμένες επιχειρήσεις βασικών προϊόντων, σε παρόχους δεδομένων και επιχειρήσεις τρίτων χωρών. Επιπλέον,

θα συμπεριληφθούν στο πεδίο εφαρμογής της MiFID, και πρόσθετα μέσα, όπως οι δομημένες καταθέσεις.

Οι βασικές αλλαγές που προτείνονται είναι οι εξής:

α. Η διάρθρωση της αγοράς: Διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενα χρηματιστήρια και πλατφόρμες συναλλαγών για όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και εισαγωγή νέας πλατφόρμας συναλλαγών την Οργανωμένη Αγορά Διαπραγμάτευσης – Organised Trading Facility (για τα μη- μετοχικά προϊόντα).

β. Διαφάνεια: Η προ-και η μετά της συναλλαγής διαφάνεια αυξάνεται για τις μετοχές και διευρύνεται για να συμπεριλάβει τα λοιπά μέσα.

γ. Αλγοριθμική συναλλαγή: Αυξημένες απαιτήσεις και ελέγχους για αλγοριθμικές και υψηλής συχνότητας συναλλαγές.

δ. Προστασία των επενδυτών: Εκτεταμένο πεδίο για τα τεστ καταλληλότητας, ενίσχυση των πληροφοριών για τους πελάτες και σαφής διάκριση μεταξύ των ανεξάρτητων συμβουλών και μη ανεξάρτητων συμβουλών.

ε. Παράγωγα: Εναρμονισμένο σύστημα καθορισμού των ανωτάτων ορίων του για τις θέσεις που κατέχουν σε παράγωγα

στ. Τρίτες χώρες: υιοθετεί ένα εναρμονισμένο καθεστώς για τις επιχειρήσεις τρίτων χωρών που παρέχουν υπηρεσίες σε επαγγελματίες πελάτες και σε επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους στην ΕΕ (Σουλιώτη 2018),

Βιβλιογραφία 3^{ου} Κεφαλαίου

- Κλεισούρα, Χ. (2007). Οι Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες στην Ελλάδα. Η Εναρμονισμένη Κοινοτική Οδηγία για την Κατάχρηση της Αγοράς (MAD) και η προς ενσωμάτωση Κοινοτική Οδηγία για τις Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων (MiFID).
- Μουτσέρα, Α. Θ. (2014). Τα χρηματιστηριακά αδικήματα (υπό το πρίσμα των Οδηγιών MAD, Mifid και του Ν. 3340/2005) (No. GRI-2015-13703). Aristotle University of Thessaloniki.
- Ορφανάκου, Α. Η. (2011). Οι επιπτώσεις της οδηγίας MiFID στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και στη λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς μετοχών (Master's thesis).
- Ποδούρη, Β. Π. (2012). Θεωρία ρύθμισης κεφαλαιαγορών και θεσμικό πλαίσιο στην ΕΕ Η σημασία του ρυθμιστικού πλαισίου στο χρηματοοικονομικό τομέα.

- Σουλιώτη, Π. (2018). Οι επιπτώσεις της Οδηγίας MiFID II στο Private Banking: Μελέτη περίπτωσης του Ελληνικού Τραπεζικού Συστήματος.
- Ταπεινού, Ε. Β. (2016). Η αναθεωρημένη οδηγία MiFID II και οι επιπτώσεις στην Ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά.
- Τσακίρη, Ε. (2018). Κανόνες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για τις επενδυτικές υπηρεσίες. Η εφαρμογή της MiFID I (Markets in Financial Instruments Directive) και η μετάβαση στη νέα οδηγία MiFID II.

Κεφάλαιο 4 : Εμπειρική Διάσταση του Χρηματιστηρίου του Χονγκ Κονγκ

4.1 Το Χρηματιστήριο Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ

Στην εμπειρική διάσταση της παρούσας εργασίας, θα παρουσιάσουμε μερικά εμπειρικά στοιχεία αναφορικά με το Χρηματιστήριο Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ . Το συγκεκριμένο χρηματιστήριο παραγώγων διέθετε ελεύθερα τα δεδομένα του στο διαδίκτυο μέσα από την ιστοσελίδα Quandl και για αυτό το λόγο μπορούμε να τα αναλύσουμε και να βγάλουμε χρήσιμα συμπεράσματα για αυτό.

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ ιδρύθηκε το 1976, προσφέροντας στους επενδυτές δικαιώματα προαίρεσης και αγοραπωλησίας που συνδέονταν με τους χρηματιστηριακούς δείκτες του Χονγκ Κονγκ, τις μετοχές που διαπραγματεύονταν σε αυτό, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αλλά και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Το Χρηματιστήριο Παραγώγων αποτελεί μέρος του Χρηματιστηρίου του Χονγκ Κονγκ και αντίστοιχου οίκου εκκαθάρισης.

Το ιδιαίτερο που παρουσιάζει το Χρηματιστήριο Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ και μας ενδιαφέρει για την παρούσα διπλωματική εργασία αναφορικά με το σύστημα ρύθμισης είναι η πτώχευση του κατά την διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 1987. Το γεγονός που οδήγησε ένα ολόκληρο χρηματιστήριο στο κλείσιμο και την πτώχευση του ήταν η αγορά προθεσμιακών συμβολαίων του γενικού διευθυντή της Sino Group, του Robert Ng, για δύο εταιρίες με έδρα τον Παναμά. Οι πράξεις που έκανε ο Ng είχαν συνολικές ζημιές ύψους 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων Χονγκ Κονγκ, που αρνήθηκε να τα πληρώσει, ισχυριζόμενος ότι προστατεύεται από την μερική ευθύνη που φέρει έναντι των δύο εταιριών στις οποίες είχε ποντάρει.

Οι διαδικασίες συναλλαγών σταμάτησαν κατευθείαν ενώ το ίδιο συνέβη και στο Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ για 4 ημέρες. Τότε ξεκίνησε μια έρευνα από το Τμήμα Οικονομικών Εγκλημάτων της Αστυνομίας του Χονγκ Κονγκ που αποκάλυψε ότι ο Ng είχε αγνοήσει επιδεικτικά τα περιθώρια που υπάρχουν στους λογαριασμούς που χρησιμοποιούν οι traders για να πραγματοποιούν τις επενδύσεις τους. Αυτό έγινε σε συνεννόηση με έναν από τους brokers του που υποδείχθηκαν σαν συνεργοί σε αυτό που συνέβη μετά.

Ωστόσο, καμία κατηγορία δεν απαγγέλθηκε καθώς η τότε διοίκηση του Χονγκ Κονγκ (που τελούσε υπό βρετανική κυριαρχία) θεώρησε ότι η προσαγωγή τέτοιων κατηγοριών θα έθετε σε ρίσκο ολόκληρη την αγορά και την σταθερότητα της. Η κατάσταση κατέληξε σε συμβιβασμό όπου ο Ng κλήθηκε να πληρώσει 500 εκατομμύρια δολάρια Χονγκ Κονγκ, με την κυβέρνηση να καλύπτει τα υπόλοιπα χρήματα μέσω της φορολογίας.

Το 2000, ιδρύθηκε μια νέα μητρική εταιρία «Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ» όπου συμπεριλάμβανε το Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ, τον οίκο εκκαθάρισης, το αποθετήριο και το Χρηματιστήριο Παραγώγων.

4.2 Στατιστική ανάλυση των παραγώγων προϊόντων του Χρηματιστηρίου Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ

4.2.1 Δεδομένα

Τα δεδομένα που χρησιμοποιούμε για να μπορέσουμε να εξάγουμε εμπειρικά αποτελέσματα, συνοψίζονται μεταξύ του δείκτη Hang Seng, που περιέχει τις σημαντικότερες και μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρίες στο Χονγκ Κονγκ και μια σειρά από κατηγορίες παραγώγων προϊόντων. Τα προϊόντα που εξετάζουμε στην παρούσα εργασία είναι τα εξής :

- Silver
- Gold
- Bitumen
- Hot Rolled Coils
- Nickel
- Lead
- Steel Rebar
- Natural Rubber
- Stannum
- Steel Wire Rod

Τα παραπάνω προϊόντα βασίζονται κυρίως σε αγαθά που εμπορεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων του Χονγκ Κονγκ. Οι ημερομηνίες των δεδομένων εκτείνονται από 18 Νοεμβρίου 2019 μέχρι και 1 Απριλίου 2020, σε ημερήσια βάση.

4.2.2 Μεθοδολογία

Περιγραφική Στατιστική : Για την καλύτερη κατανόηση των μεταβλητών, θα πρέπει να υπολογίσουμε μέτρα περιγραφικής στατιστικής, που περιλαμβάνουν τα μέτρα θέσης, διασποράς, ασυμμετρίας και κυρτότητας. Παράλληλα, θα πρέπει να υπολογίσουμε τις συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών που εξετάζονται.

Συντελεστές Συσχέτισης Pearson : Οι μεταβλητές συσχετίζονται μεταξύ τους σε ζευγάρια ώστε να βρεθεί αν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ τους και τι είδους και αν είναι σημαντική ή όχι.

Απλές Παλινδρομήσεις : Οι απλές παλινδρομήσεις περιλαμβάνουν σαν εξαρτημένη μεταβλητή τις τιμές του χρηματιστηριακού δείκτη και σαν ανεξάρτητη μεταβλητή τις τιμές

των προθεσμιακών συμβολαίων για κάθε αγαθό που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο του Χονγκ Κονγκ.

Πολλαπλή Παλινδρόμηση : Στην πολλαπλή παλινδρόμηση, η εξαρτημένη μεταβλητή παραμένει η ίδια και στην θέση των ανεξάρτητων μεταβλητών εισέρχονται συγκεντρωτικά όλα τα παράγωγα προϊόντα που εξετάστηκαν στην διάρκεια της εργασίας.

Αναλύσεις Διακύμανσης : Μετά τις παλινδρομήσεις, διενεργούμε ελέγχους για την επίδραση της διακύμανσης των τιμών των παραγώγων προϊόντων

4.2.3 Περιγραφική στατιστική

		Silver	Gold	Bitumen
N	Valid	133	133	133
	Missing	1	1	1
Mean		4106,83	364,02	2682,75
Median		4248,00	362,00	2862,00
Std. Deviation		370,896	18,015	486,839
Variance		137563,851	324,553	237012,461
Skewness		-,955	,172	-,525
Std. Error of Skewness		,210	,210	,210
Kurtosis		,058	-1,161	-1,335
Std. Error of Kurtosis		,417	,417	,417
Minimum		2967	338	1786
Maximum		4622	398	3426
Percentiles	25	3775,50	347,00	2104,00
	50	4248,00	362,00	2862,00
	75	4382,50	379,50	3067,00

Πίνακας 1 : Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (1)

		Hot Rolled Coils	Nickel	Lead
N	Valid	133	133	133
	Missing	1	1	1
Mean		3310,62	103739,85	14374,40
Median		3357,00	103250,00	14395,00
Std. Deviation		122,199	5771,227	686,742
Variance		14932,662	33307062,098	471614,408
Skewness		-,680	-,007	-,046
Std. Error of Skewness		,210	,210	,210
Kurtosis		-,298	-,737	-1,276
Std. Error of Kurtosis		,417	,417	,417
Minimum		3001	91450	12945
Maximum		3535	115610	15835
Percentiles	25	3229,00	100275,00	13620,00
	50	3357,00	103250,00	14395,00
	75	3409,00	108740,00	15007,50

Πίνακας 2 :: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (2)

		Steel Rebar	Natural Rubber	Stannum
N	Valid	133	133	133
	Missing	1	1	1
Mean		3353,86	11618,27	131262,26
Median		3351,00	11540,00	133770,00
Std. Deviation		104,721	1331,451	7611,954
Variance		10966,502	1772762,138	57941838,813

Skewness		-,113	,156	-,999
Std. Error of Skewness		,210	,210	,210
Kurtosis		-,320	-1,576	,152
Std. Error of Kurtosis		,417	,417	,417
Minimum		3117	9635	109010
Maximum		3610	13655	143380
	25	3292,00	10355,00	126355,00
Percentiles	50	3351,00	11540,00	133770,00
	75	3436,00	13042,50	137600,00

Πίνακας 3: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (3)

		Steel Wire Rod	Hang Seng
N	Valid	133	133
	Missing	1	1
	Mean	3850,02	25805,245683
	Median	3867,00	26346,490234
	Std. Deviation	111,190	1965,1166525
	Variance	12363,265	3861683,458
	Skewness	,355	-,143
	Std. Error of Skewness	,210	,210
	Kurtosis	-,699	-1,308
	Std. Error of Kurtosis	,417	,417
	Minimum	3672	21696,1309
	Maximum	4098	29056,4199
	25	3764,00	23978,975586
Percentiles	50	3867,00	26346,490234
	75	3932,00	27596,520508

Πίνακας 4: Μέτρα Περιγραφικής Στατιστικής (4)

Τα μέτρα της περιγραφικής στατιστικής μπορούν να αναδείξουν την κατανομή των μεταβλητών και πως αυτές πρέπει να αντιμετωπιστούν στην διάρκεια της ανάλυσης. Οι περισσότερες μεταβλητές έχουν αρνητική ασυμμετρία όπως φαίνεται από το αντίστοιχο μέτρο καθώς συσσωρεύουν τις περισσότερες παρατηρήσεις τους στο δεξιό μέρος της κατανομής. Αντίστοιχα αναφορικά με την κύρτωση των κατανομών, οι περισσότερες κατανομές είναι πλατύκυρτες, δείχνοντας ότι οι παρατηρήσεις των μεταβλητών εκτείνονται σε ένα μεγάλο εύρος, απομακρύνοντας τις κατανομές από το πρότυπο της κανονικής κατανομής που θα ήταν χρήσιμο ώστε να διενεργηθούν όλοι οι απαραίτητοι έλεγχοι για την στατιστική ανάλυση του δείγματος.

Correlations

		Silver	Gold	Bitumen	Hot Rolled Coils	Nickel
Silver	Pearson Correlation	1	-,121	,461**	,634**	,735**
	Sig. (2-tailed)		,167	,000	,000	,000
	N	133	133	133	133	133
Gold	Pearson Correlation	-,121	1	-,672**	,056	-,560**
	Sig. (2-tailed)	,167		,000	,522	,000
	N	133	133	133	133	133
Bitumen	Pearson Correlation	,461**	-,672**	1	,330**	,502**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
	N	133	133	133	133	133
Hot Rolled Coils	Pearson Correlation	,634**	,056	,330**	1	,456**
	Sig. (2-tailed)	,000	,522	,000		,000
	N	133	133	133	133	133
Nickel	Pearson Correlation	,735**	-,560**	,502**	,456**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
	N	133	133	133	133	133

Πίνακας 5 : Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (1)

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Lead	Steel Rebar	Natural Rubber	Stannum	Steel Rod	Wire
Lead	Pearson Correlation	1	-,170	,924**	,892**	,411**	
	Sig. (2-tailed)		,050	,000	,000	,000	
	N	133	133	133	133	133	
Steel Rebar	Pearson Correlation	-,170	1	-,193*	,075	-,015	
	Sig. (2-tailed)	,050		,026	,390	,866	
	N	133	133	133	133	133	
Natural Rubber	Pearson Correlation	,924**	-,193*	1	,845**	,570**	
	Sig. (2-tailed)	,000	,026		,000	,000	
	N	133	133	133	133	133	
Stannum	Pearson Correlation	,892**	,075	,845**	1	,483**	
	Sig. (2-tailed)	,000	,390	,000		,000	
	N	133	133	133	133	133	
Steel Wire Rod	Pearson Correlation	,411**	-,015	,570**	,483**	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,866	,000	,000		
	N	133	133	133	133	133	

Πίνακας 6: Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (2)

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		Silver	Gold	Bitumen	Hot Rolled Coils	Nickel	Hang Seng
Silver	Pearson Correlation	1	-,121	,461**	,634**	,735**	-,646**

Gold	Sig. (2-tailed)	,167	,000	,000	,000	,000
	N	133	133	133	133	133
	Pearson Correlation	-,121	1	-,672**	,056	-,560**
Bitumen	Sig. (2-tailed)	,167	,000	,522	,000	,000
	N	133	133	133	133	133
	Pearson Correlation	,461**	-,672**	1	,330**	,502**
Hot Rolled Coils	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000
	N	133	133	133	133	133
	Pearson Correlation	,634**	,056	,330**	1	,456**
Nickel	Sig. (2-tailed)	,000	,522	,000	,000	,000
	N	133	133	133	133	133
	Pearson Correlation	,735**	-,560**	,502**	,456**	1
Hang Seng	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000
	N	133	133	133	133	133
	Pearson Correlation	-,646**	,650**	-,643**	-,334**	-,818**

Πίνακας 7: Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (3)

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Correlations

		Hang Seng	Lead	Steel Rebar	Natural Rubber	Stannum	Steel Rod	Wire
Hang Seng	Pearson Correlation	1	-,770**	,284**	-,842**	-,725**	-,538**	
	Sig. (2-tailed)		,000	,001	,000	,000	,000	
	N	133	133	133	133	133	133	
Lead	Pearson Correlation	-,770**	1	-,170	,924**	,892**	,411**	
	Sig. (2-tailed)	,000		,050	,000	,000	,000	
	N	133	133	133	133	133	133	
Steel Rebar	Pearson Correlation	,284**	-,170	1	-,193*	,075	-,015	
	Sig. (2-tailed)	,001	,050		,026	,390	,866	
	N	133	133	133	133	133	133	
Natural Rubber	Pearson Correlation	-,842**	,924**	-,193*	1	,845**	,570**	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,026		,000	,000	
	N	133	133	133	133	133	133	
Stannum	Pearson Correlation	-,725**	,892**	,075	,845**	1	,483**	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,390	,000		,000	
	N	133	133	133	133	133	133	
Steel Rod	Pearson Correlation	-,538**	,411**	-,015	,570**	,483**	1	
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,866	,000	,000		
	N	133	133	133	133	133	133	

Πίνακας 8: Συντελεστές Συσχέτισης Pearson (4)

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Οι συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών που εξετάζουμε μπορούν να μας δείξουν την σχέση που έχουν μεταξύ τους τα προϊόντα αναφορικά με την πορεία τους. Αξίζει να σημειώσουμε από τον πρώτο πίνακα με τις συσχετίσεις ότι ο χρυσός (Gold) εμφανίζει στατιστικά σημαντικές, αρνητικές σχέσεις με τις υπόλοιπες μεταβλητές ενώ οι υπόλοιπες μεταβλητές φαίνεται να έχουν θετική σχέση μεταξύ τους. Αυτό δείχνει την ιδιαιτερότητα του χρυσού σαν επενδυτικό προϊόν καθώς πολλοί επενδυτές στρέφονται σε αυτό σε περιόδους μεγάλης αβεβαιότητας για να προφυλάξουν τον υπάρχοντα πλούτο που έχουν συγκεντρώσει.

Η μεταβλητή που μας ενδιαφέρει περισσότερο για την ανάλυση μας είναι ο χρηματιστηριακός δείκτης του Hang Seng. Για να μπορέσουμε να κατηγοριοποιήσουμε τις συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών και του χρηματιστηριακού δείκτη, μπορούμε να δούμε τον παρακάτω πίνακα :

	Συντελεστής Pearson	Στατιστική Σημαντικότητα σε επίπεδο 1 %	Σχέση
Silver	-,646**	+	-
Gold	,650**	+	+
Bitumen	-,643**	+	-
Hot Rolled Coils	-,334**	+	-
Nickel	-,818**	+	-
Lead	-,770**	+	-
Steel Rebar	,284**	+	+
Natural Rubber	-,842**	+	-
Stannum	-,725**	+	-
Steel Wire Rod	-,538**	+	-

Σύμφωνα με τους συντελεστές συσχέτισης, όλες οι μεταβλητές σχετίζονται αρνητικά με τις τιμές του δείκτη Hang Seng ενώ μόλις δύο από αυτές, το Gold και το Steel Rebar έχουν θετική σχέση με τις τιμές του δείκτη. Αξίζει να σημειωθεί ότι όλοι οι συντελεστές συσχέτισης είναι στατιστικά σημαντικοί σε επίπεδο 1 %, γεγονός που δείχνει την αξιοπιστία τους

	Silver	Gold	Bitumen	Hot Rolled Coils	Nickel	Lead	Steel Rebar	Natural Rubber	Stannum	Steel Wire Rod	Hang Seng
Silver	136529.5365										
Gold	-810.7322042	322.8533673									
Bitumen	82576.56046	-5849.084	235230.4121								

		772									
Hot Rolled Coils	2853 0.82 379	120. 2810 249	1948 7.47 628	1482 0.38 679							
Nickel	1561 938. 998	- 5803 9.48 211	1399 203. 271	3191 37.0 852	3305 6633 .06						
Lead	1982 37.8 704	- 7479 .113 039	2135 08.4 222	3791 0.78 439	3516 224. 722	4680 68.4 352					
Steel Rebar	6616 .074 114	1048 .578 722	- 5748 .253 491	9476 .020 408	- 9332 4.15 682	- 1213 9.40 924	1088 4.04 726				
Natural Rubber	3581 64.0 373	- 1676 5.99 844	4353 56.3 378	6926 0.38 951	6720 935. 454	8387 70.2 004	- 2673 4.08 163	1759 433. 1			
Stannum	2474 076. 99	- 4920 5.10 289	1967 903. 266	5841 23.4 965	3789 3157 .48	4626 887. 823	5947 3.55 532	8503 673. 45	5750 6185 .89		
Steel Wire Rod	1437 5.76 313	- 633. 9437 357	5105 .907 852	4411 .715 416	3441 62.9 357	3115 7.49 477	- 170. 2900 107	8373 4.88 863	4053 65.4 378	1227 0.30 776	
Hang Seng	- 4672 20.9 9	2285 9.65 061	- 6105 17.3 994	- 7967 3.07 098	- 9207 521. 477	- 1031 925. 833	5807 1.39 387	- 2185 414. 229	- 1076 4893 .32	- 1167 32.7 499	3832 648. 244

Πίνακας 9: Πίνακας Συμμεταβλητότητας

Αντίστοιχο παράδειγμα μπορούμε να δούμε και στο πίνακα συνδιακύμανσης όπου μπορούν να ξεχωρίσουν οι μεταβλητές που επηρεάζουν θετικά τις τιμές του δείκτη και ποιες μεταβλητές τον επηρεάζουν αρνητικά. Μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι η μεταβλητή του χρυσού έχει αρνητικές συνδιακυμάνσεις με τις υπόλοιπες μεταβλητές ενώ φαίνεται να ακολουθεί την διακύμανση του δείκτη.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Natural Rubber	Stannum	Steel Rebar	Steel Wire Rod	Hang Seng
N	133	133	133	133	133
Normal Parameters ^{a,b}					
Mean	11618,27	131262,26	3353,86	3850,02	25805,245683
Std. Deviation	1331,451	7611,954	104,721	111,190	1965,1166525
Most Extreme Differences					
Absolute	,171	,172	,061	,123	,148
Positive	,171	,132	,044	,123	,148
Negative	-,146	-,172	-,061	-,068	-,124
Kolmogorov-Smirnov Z	1,968	1,988	,699	1,419	1,708
Asymp. Sig. (2-tailed)	,001	,001	,713	,036	,006

Πίνακας 10: Έλεγχοι Κανονικότητας (1)

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Silver	Gold	Bitumen	Hot Rolled Coils	Nickel	Lead
N	133	133	133	133	133	133
Normal Parameters ^{a,b}						
Mean	4106,83	364,02	2682,75	3310,62	103739,85	14374,40
Std. Deviation	370,896	18,015	486,839	122,199	5771,227	686,742
Most Extreme Differences						
Absolute	,214	,088	,258	,168	,074	,121
Positive	,094	,088	,176	,113	,059	,119
Negative	-,214	-,074	-,258	-,168	-,074	-,121
Kolmogorov-Smirnov Z	2,466	1,010	2,971	1,939	,850	1,397

Asymp. Sig. (2-tailed)	,000	,259	,000	,001	,465	,040
------------------------	------	------	------	------	------	------

Πίνακας 11: Έλεγχοι Κανονικότητας (2)

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.

Οι έλεγχοι Κολμογορον – Smirnov δείχνουν κατά πόσο οι κατανομές των μεταβλητών ακολουθούν την κανονική κατανομή και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την ανάλυση της επαγωγικής στατιστικής. Από τις εξεταζόμενες μεταβλητές, περίπου οι μισές φαίνεται να ακολουθούν την κανονική κατανομή ώστε να μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την επαγωγική ανάλυση.

Το τεστ βασίζεται στην τιμή Z που δίνει ο έλεγχος Κολμογορον – Smirnov και μπορεί να αποτελέσει και την βάση για την επιλογή των μεταβλητών ανάλογα με την κατανομή τους και το πώς συμπεριφέρονται σύμφωνα με την ανάλυση μας.

Συγκεκριμένα, μεταβλητές όπως ο δείκτης Hang Seng, το Natural Rubber, το Stannum, το Silver, το Bitumen και το Lead φαίνεται να ακολουθούν ως ένα βαθμό την κανονική κατανομή και έτσι μπορούμε να θεωρήσουμε ότι μπορούν να χρησιμοποιηθούν με αξιοπιστία στα επόμενα βήματα της ανάλυσης. Αντίθετα, μεταβλητές όπως το Steel Rebar, το Gold και το Nickel δεν θεωρούνται ως πλήρως αξιόπιστα και μπορεί στα τελικά αποτελέσματα να βγάλουν μη αναμενόμενα αποτελέσματα.

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	39859,342	1457,227		27,353	,000
	Silver	-3,422	,353	-,646	-9,683	,000

Πίνακας 12 : Απλή Παλινδρόμηση (1)

- a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Silver και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	12,611	2640,918		,005	,996
	Gold	70,854	7,246	,650	9,778	,000

Πίνακας 13: Απλή Παλινδρόμηση (2)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την θετική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Gold και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	32768,064	736,361		44,500	,000
	Bitumen	-2,595	,270	-,643	-9,609	,000

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Bitumen και του δείκτη Hang Seng.

Πίνακας 14: Απλή Παλινδρόμηση (4)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	43602,823	4386,851		9,939	,000

Hot Rolled Coils	-5,376	1,324	-,334	-4,060	,000
------------------	--------	-------	-------	--------	------

Πίνακας 15: Απλή Παλινδρόμηση (3)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Hot Rolled Coils και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	54700,714	1777,900		30,767	,000
Nickel	-,279	,017	-,818	-16,278	,000

Πίνακας 16: Απλή Παλινδρόμηση (5)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Nickel και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	57495,725	2293,617		25,068	,000
Lead	-2,205	,159	-,770	-13,832	,000

Πίνακας 17: Απλή Παλινδρόμηση (6)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Lead και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7910,877	5274,343		1,500	,136
	Steel Rebar	5,335	1,572	,284	3,394	,001

Πίνακας 18: Απλή Παλινδρόμηση (7)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την θετική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Steel Rebar και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	40236,447	814,470		49,402	,000
	Natural Rubber	-1,242	,070	-,842	-17,834	,000

Πίνακας 19: Απλή Παλινδρόμηση (8)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Natural Rubber και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	50376,936	2042,250		24,667	,000
	Stannum	-,187	,016	-,725	-12,052	,000

Πίνακας 20: Απλή Παλινδρόμηση (9)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Stannum και του δείκτη Hang Seng.

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	62432,177	5012,255		12,456	,000
	Steel Wire Rod	-9,513	1,301	-,538	-7,310	,000

Πίνακας 21: Απλή Παλινδρόμηση (10)

a. Dependent Variable: Hang Seng

Η παλινδρόμηση μας δείχνει ότι ο παράγοντας είναι σημαντικός για την εξήγηση και την πρόβλεψη του δείκτη. Αυτό μπορεί να φανεί από τον έλεγχο t, που είναι στατιστικά σημαντικός για επίπεδο 1 % ενώ το πρόσημο του παράγοντα μας δείχνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ του Steel Wire Rod και του δείκτη Hang Seng.

Το συμπέρασμα που μπορεί να εξαχθεί από τις απλές παλινδρομήσεις που τρέξαμε με κάθε μία μεταβλητή ξεχωριστά είναι ότι όλες μεταβλητές χαρακτηρίστηκαν από τον έλεγχο Kolmogorov – Smirnov σαν κανονικές, αυτές είχαν στατιστική σημαντικότητα τόσο στον παράγοντα που προέκυπτε από την παλινδρόμηση όσο και στον σταθερό παράγοντα της παλινδρόμησης.

Αντίθετα, όσες μεταβλητές δεν χαρακτηρίζονταν από τον έλεγχο Kolmogorov – Smirnov σαν κανονικές, αυτές ακόμα και αν είχαν στατιστική σημαντικότητα στον παράγοντά τους, εντούτοις ο σταθερός παράγοντας της παλινδρόμησης δεν ήταν σε καμία περίπτωση στατιστικά σημαντικός, δημιουργώντας θόρυβο στην προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου και στο πως μπορεί να αξιοποιηθεί μελλοντικά.

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	20744,315	7474,930		2,775	,006
Silver	-2,003	,640	-,378	-3,129	,002
Gold	11,508	14,392	,105	,800	,426
Bitumen	-1,078	,286	-,267	-3,764	,000
Hot Rolled Coils	-9,452	2,214	-,588	-4,269	,000
Nickel	-,134	,033	-,393	-4,054	,000
Lead	1,488	,379	,520	3,927	,000
Steel Rebar	13,164	2,435	,701	5,406	,000
Natural Rubber	-,096	,236	-,065	-,405	,686
Stannum	,032	,031	,122	1,030	,305
Steel Wire Rod	-2,960	,986	-,168	-3,001	,003

Πίνακας 22: Πολλαπλή Παλινδρόμηση

a. Dependent Variable: Hang Seng

Για να φτάσουμε στην πολλαπλή παλινδρόμηση, χρειάστηκαν αρκετά ενδιάμεσα βήματα προς αυτήν την κατεύθυνση. Στα ευρήματα της πολλαπλής παλινδρόμησης είναι η εύρεση πολλών στοιχείων που σχετίζονται με την εξαρτημένη μεταβλητή και μπορούν να ερμηνεύσουν το δείγμα που εξετάζουμε.

Συγκεκριμένα, οι μεταβλητές Silver, Bitumen, Hot Rolled Coils, Nickel, Lead, Steel Rebar και Steel Wire Rod θεωρούνται στατιστικά σημαντικές και μπορούν να αξιοποιηθούν ώστε να έχουμε αξιόπιστα αποτελέσματα αναφορικά με την προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου.

Αντίθετα, παράγοντες όπως το Gold, το Natural Rubber και το Stannum δεν έχουν αρκετά μεγάλη στατιστική σημαντικότητα ώστε να μπορέσουν να συμπεριληφθούν στις μεταβλητές που μπορούν να εξηγήσουν και να προβλέψουν τις τιμές για τον δείκτη Hang Seng.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	Std. Error of the Estimate
1	,926 ^a	,858	,846	771,5746241

Πίνακας 23: R-squared Πολλαπλής Παλινδρόμησης

a. Predictors: (Constant), Steel Wire Rod, Steel Rebar, Bitumen, Silver, Nickel, Gold, Stannum, Lead, Hot Rolled Coils, Natural Rubber

Το R^2 αποτελεί το μέτρο που μας δείχνει εάν ένα μοντέλο έχει καταφέρει να εξηγήσει το σύνολο των παρατηρήσεων που έχουν τεθεί σαν εξαρτημένη μεταβλητή. Στην περίπτωση μας, το R^2 είναι αρκετά υψηλό, κοντά στο 85 %. Αυτό δείχνει ότι το μοντέλο μας μπορεί να θεωρηθεί αξιόπιστο και να χρησιμοποιηθεί για μελλοντική χρήση.

Ωστόσο πρέπει να παρατηρήσουμε ότι το R^2 μπορεί να αυξηθεί τεχνητά μέσω της αύξησης των μεταβλητών σε ένα δείγμα ώστε να φαίνεται ότι υπάρχουν καλύτερα αποτελέσματα.

ANOVA

Hang Seng

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	501540967,966	113	4438415,646	10,283	,000
Within Groups	8201248,477	19	431644,657		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 24 : Ανάλυση Διακύμανσης (Silver)

ANOVA

Hang Seng

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	382734980,492	52	7360288,086	4,636	,000
Within Groups	127007235,951	80	1587590,449		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 25: Ανάλυση Διακύμανσης (Gold)

ANOVA

Hang Seng

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	494865399,722	107	4624910,278	7,772	,000
Within Groups	14876816,721	25	595072,669		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 26: Ανάλυση Διακύμανσης (Bitumen)

ANOVA

Hang Seng

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	494791453,198	58	8530887,124	42,224	,000
Within Groups	14950763,245	74	202037,341		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 27: Ανάλυση Διακύμανσης (Hot Rolled Coils)

ANOVA

Hang Seng

	Sum Squares	of df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	507709123,523	127	3997709,634	9,832	,008
Within Groups	2033092,920	5	406618,584		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 28: Ανάλυση Διακύμανσης (Nickel)

ANOVA

Hang Seng

	Sum Squares	of df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	498334315,748	103	4838197,240	12,299	,000
Within Groups	11407900,695	29	393375,886		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 29: Ανάλυση Διακύμανσης (Lead)

ANOVA

Hang Seng

	Sum Squares	of df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	464486792,525	116	4004196,487	1,416	,217
Within Groups	45255423,918	16	2828463,995		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 30: Ανάλυση Διακύμανσης (Steel Rebar)

ANOVA

Hang Seng

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	506559410,893	116	4366891,473	21,952	,000
Within Groups	3182805,550	16	198925,347		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 31: Ανάλυση Διακύμανσης (Natural Rubber)

ANOVA

Hang Seng

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	497785441,757	55	9050644,396	58,285	,000
Within Groups	11956774,686	77	155282,788		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 32: Ανάλυση Διακύμανσης (Stannum)

ANOVA

Hang Seng

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	471823776,733	43	10972645,971	25,754	,000
Within Groups	37918439,710	89	426049,884		
Total	509742216,443	132			

Πίνακας 33: Ανάλυση Διακύμανσης (Steel Wire Rod)

Στην ανάλυση της διακύμανσης, μπορούμε να καταλάβουμε εάν μια μεταβλητή εισέρχεται μέσω της διακύμανσης της στην διακύμανση της άλλης μεταβλητής. Από ότι διαπιστώθηκε υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση με όλες τις μεταβλητές εκτός από την Steel Rebar. Αυτό δείχνει ότι οι μεταβολές στο Χρηματιστήριο Παραγωγών επηρεάζουν την μεταβλητότητα που δημιουργείται στο Χρηματιστήριο Αξιών, δείχνοντας την σχέση που υπάρχει μεταξύ τους.

Συνολικά, μπορούμε να καταλάβουμε ότι το Χρηματιστήριο Παραγωγών λειτουργεί σε αντίθετη πορεία με το Χρηματιστήριο Αξιών. Αυτό συμβαίνει καθώς τα παράγωγα προϊόντα λειτουργούν σαν αντιστάθμισμα στις επενδύσεις που κάνουν οι επενδυτές και πρέπει να λάβουν αντίθετες θέσεις ώστε να είναι προετοιμασμένοι για κάθε ενδεχόμενο.

Η δημιουργία ενός αυστηρότερου πλαισίου για τις συναλλαγές των επενδυτών φαίνεται ότι λειτούργησε καταλυτικά από όσο μπορεί να φανεί μέσα στο χρονικό διάστημα που εξετάζουμε καθώς είναι εύλογο να παρατηρηθεί μια λογική συνέχεια ανάμεσα στο Χρηματιστήριο Αξιών και το Χρηματιστήριο Παραγωγών.

Κεφάλαιο 5 : Επίδραση του πλαισίου ρύθμισης στις αγορές παραγώγων προϊόντων

Η μέχρι σήμερα διεθνής εμπειρία κατέδειξε ότι η σχέση λειτουργίας μεταξύ των Χρηματιστηρίων Παραγώγων και των Χρηματιστηρίων Αξιών είναι κατά κύριο λόγο συμπληρωματική και όχι ανταγωνιστική. Η λειτουργία του Χ.Π. συνετέλεσε στο να διευρυνθεί το γενικότερο πεδίο χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων του χρηματοπιστωτικού τομέα. Μάλιστα διεθνώς περίπου το 10% με 15% των επενδυτών στο Χ.Α. συμμετέχει και στο Χ.Π.

Η θετική επιρροή που διεθνώς έχει καταδειχθεί ότι έχει το Χ.Π. στο Χ.Α., οφείλεται κατά κύριο λόγο ότι το Χ.Π. πέραν του γεγονότος ότι για αρκετούς αποτελεί καθαρά ένα πόλο έλξης για κερδοσκοπία, δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές να επιδιώξουν αντιστάθμιση κινδύνου (Hedging).

Άλλωστε, σε περιόδους πτωτικής πορείας της αγοράς το Χ.Π. αποτελεί τη μόνη δυνατότητα αντιστάθμισης κινδύνου και κερδοσκοπίας. Ακόμη συντελεί σημαντικά στην αύξηση των ευκαιριών των επενδυτικών επιλογών που έχει ένας επενδυτής. Για παράδειγμα ένας ιδιώτης επενδυτής που θέλει να αγοράσει μια κατοικία μπορεί να επιλέξει μεταξύ κυμαινόμενου ή σταθερού επιτοκίου. κάνοντας ανταλλαγή επιτοκίων (περίπτωση Swap). Συγκεκριμένα ένα Swap επιτοκίου είναι μια συμφωνία δυο μερών να ανταλλάξουν σειρά πληρωμών σταθερού επιτοκίου με πληρωμές κυμαινόμενου στο ίδιο νόμισμα επί ενός δοθέντος ποσού και εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος (Garslian 2015).

Η δυνατότητα, όμως ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να προσφέρει την επιλογή, για παράδειγμα σε ένα υποψήφιο πελάτη του, μεταξύ σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου εξαρτάται από την ικανότητα του ιδρύματος να διαχειριστεί το δικό του χρηματοπιστωτικό κίνδυνο μέσω του Χ.Π. Κατά ανάλογο τρόπο δραστηριοποιείται ο υπεύθυνος χρηματοοικονομικός διαχειριστής ενός συνταξιοδοτικού -ασφαλιστικού ιδρύματος που μέσω του Χ.Π. μπορεί να μειώσει το κίνδυνο των επενδύσεων του σε μετοχές, επωφελώς για τους ασφαλισμένους του ιδρύματος.

Σύμφωνα με τις διαπιστώσεις των περισσότερων οικονομολόγων ο ρόλος των Χ.Π. όπου λειτούργησαν αποδείχτηκε πολύ σημαντικός στην εξυγίανση του χρηματοπιστωτικού τομέα και της οικονομίας γενικότερα. Αυτό οφείλεται στη παροχή επί πλέον οικονομικών - επιχειρηματικών πληροφοριών, στην αύξηση του συναλλακτικού ενδιαφέροντος και της χρηματοοικονομικής δραστηριότητας και του μεγαλύτερου τώρα «φιλτραρίσματος» του οικονομικού status των εισηγμένων στο Χ.Α. εταιριών. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη λήψη πληροφοριών ποιότητας (δηλαδή εγκυρότητα, σωστή επιλογή βάσεων επεξεργασίας πληροφοριών , ταχύτητα στη διάχυση των πληροφοριών, περισσότεροι έλεγχοι και διασταυρώσεις κ.λπ.) (Baffi et al 2011)

Όμως, η διεθνής εμπειρία, μας έδειξε και ότι η αλόγιστη, μη συνετή χρήση των παραγώγων εγκυμονεί κινδύνους και στο τέλος επιφυλάσσει ζημίες για αυτούς τους επενδυτές. Συγκεκριμένα, η πιο συνήθης χρήση των παραγώγων είναι για κάλυψη συγκεκριμένων κινδύνων που προέρχονται από το συνάλλαγμα, τα επιτόκια και τις

μετοχές, αλλά η επιχειρησιακή χρήση παραγώγων δεν περιορίζεται μόνο σε αυτόν τον τομέα. Ορισμένοι πιστεύουν ότι μπορούν να υπερβούν την απόδοση, προβλέποντας την κατεύθυνση επιτοκίων ή τιμών προϊόντων. Εταιρίες με τέτοιες δυνατότητες μπορούν τουλάχιστον ανά διαστήματα να βελτιώσουν την απόδοσή τους.

Αυτή η τακτική χρήσης των παραγώγων εξηγεί πιθανότατα ένα σημαντικό μέρος της αύξησης της χρήσης τους. Παράλληλα όμως αυτή ακριβώς η λειτουργία των παραγώγων αποτελεί και την αιτία πίσω από αρκετές ζημιές. Μεγάλες επιχειρήσεις καλύπτουν έναντι του κινδύνου την ταμειακή ροή τους για να εξομαλύνουν τα κέρδη τους ή μέσω συγκεκριμένης στρατηγικής να επιτύχουν σημαντικές μειώσεις στο κόστος κεφαλαίου τους. Αυτή είναι καθαρά στρατηγική που προσθέτει αξία

Τα παράγωγα προϊόντα έχει υποστηριχθεί ότι έχουν ζημιογόνες οικονομικές επιπτώσεις για τους χρήστες τους. Πολλοί φοβούνται τα παράγωγα εν μέρει λόγω της σχετικά πρόσφατης εμφάνισής τους και εν μέρει λόγω της αλματώδους ανάπτυξής τους τα τελευταία δέκα χρόνια. Σε αντίθεση με την ευρεία αντίληψη, οι ειδικοί του χώρου πιστεύουν ότι τα παράγωγα έχουν κάνει τον κόσμο πιο ασφαλή και όχι πιο επικίνδυνο. Το γεγονός ότι κάποιοι οργανισμοί έχουν καταφέρει να χάσουν μεγάλα ποσά απλά αποδεικνύει ότι η σωστή κρίση και η καλή τύχη δεν μπορούν να θεωρηθούν δεδομένα.

Ζημιές που έλαβαν ευρεία κάλυψη στον Τύπο τα τελευταία χρόνια συμπεριλαμβάνουν:

- Τα παράγωγα που εκδόθηκαν από την Bankers Trust στην Procter & Gamble και Gibson Greeting Cards (πάνω από 150 εκατομμύρια δολάρια ζημιές).
- Τις ζημιές της Orange County σε επενδύσεις σε προϊόντα επιτοκιακά (inverse floaters).
- Τις κερδοσκοπικές κινήσεις σε παράγωγα πετρελαίου της MG. Ζημιές 1,3 δις δολάρια.
- Τις τοπικές αρχές στην Αγγλία, στην προσπάθειά τους να κερδίσουν εισόδημα από δικαιώματα.
- Την κατάρρευση της Baring.
- Την L TCM.

Φυσικά, πολλές από αυτές τις ζημιές προβάλλονται υπερβολικά γιατί υπάρχουν κέρδη τα οποία προσκομίζονται στους επενδυτές που έχουν την αντίθετη θέση σε αυτά τα συμβόλαια.

Πρέπει να θυμόμαστε ότι τα συμβόλαια παραγώγων έχουν δύο όψεις. Αν ο αγοραστής χάσει ο τελικός πωλητής κερδίζει. Τα μαθήματα τα οποία μπορούμε να πάρουμε από τα παραπάνω είναι χρήσιμα. Τα πραγματικά προβλήματα σε καθεμία από αυτές τις περιπτώσεις δεν προκύπτουν από τα παράγωγα κάθε αυτά, αλλά τελικά από την αποτυχία ορισμένων στελεχών να κάνουν τις σωστές εκτιμήσεις και προφανώς κατά πόσο έχουμε τη πρόθεση να κάνουμε κερδοσκοπία ή αντιστάθμιση.

Στην περίπτωση του Χονγκ Κονγκ, η κατάρρευση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων το 1987 αλλά και η ενσωμάτωση της παλαιάς βρετανικής αποικίας στην Κίνα υπήρξε μια μεγάλη αλλαγή στην αντιμετώπιση των επενδυτών. Το επενδυτικό περιβάλλον παρέμεινε καχύποπτο ως προς την αγορά των παραγώγων ενώ οι υπόλοιπες χρηματοπιστωτικές αγορές συνέχισαν να λειτουργούν σε μια γκρίζα ζώνη. Μαζί με τα παράγωγα προϊόντα, εντάσσονται στην ίδια κατηγορία και τα REITs που έχουν παρόμοια νομοθετική αντιμετώπιση με τα παράγωγα προϊόντα. Η πρόσφατη οικονομική κρίση του 2008 ανέδειξε πολλά κενά που υπήρχαν στην αγορά λόγω της νεότητας των προϊόντων και της έλλειψης εμπειρίας σε αντίστοιχα θέματα (Li & Yi 2011)

Βιβλιογραφία 5^{ου} Κεφαλαίου

- Baffi, E., Lattuca, D., & Santella, P. (2011). Extending the EU Financial Regulatory Framework to AIFM, Credit Derivatives, and Short Selling. *Credit Derivatives, and Short Selling* (March 23, 2011).
- Garslian, L. (2015). Towards a Universal Model Regulatory Framework for Derivatives: Post-Crisis Conclusions from the United States and the European Union. *U. Pa. J. Int'l L.*, 37, 941.
- Li, R. Y. M., & Li, Y. L. (2011). An Overview of Regulations that Protect Real Estate Stocks, REITs and Derivative Investors in Hong Kong. *Lex Et Scientia Economic Series*, 18(2), 200-211.

Κεφάλαιο 6 : Συμπεράσματα

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελείται από διάφορα προϊόντα που εξυπηρετούν τις διαφορετικές επενδυτικές ανάγκες του κοινού. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές χαρακτηρίζονται από την διαρκή ανάληψη ρίσκου, με στόχο την βέλτιστη δυνατή απόδοση. Η ανάληψη του ρίσκου δημιουργεί ανησυχία στους επενδυτές καθώς η αβεβαιότητα και η μεταβλητότητα αποτελούν ανασταλτικούς παράγοντες για την πραγματοποίηση των επενδύσεων.

Για να μπορέσουν να αντισταθμίσουν αυτή την ανάληψη κινδύνου, οι χρηματοπιστωτικές αγορές εισήγαγαν τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα. Τα παράγωγα προϊόντα χωρίζονται σε πολλές κατηγορίες ανάλογα με τις ανάγκες που εξυπηρετούν και το τύπο του επενδυτή που αποφασίζει να επενδύσει σε αυτά. Οι κυριότερες κατηγορίες είναι τα futures, τα options, τα forwards και τα swaps. Κάθε κατηγορία έχει πολλές υποκατηγορίες που δημιουργήθηκαν με την πάροδο των ετών ώστε να καλύψουν συγκεκριμένες ανάγκες των επενδυτών σε διάφορες αγορές.

Η νομοθεσία που διέπει την αγορά των παραγώγων προέρχεται από το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς. Το Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς θεσπίζει τους όρους και τους νόμους με τους οποίους πρέπει να γίνονται οι συναλλαγές σε ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα, προστατεύοντας τους επενδυτές και διατηρώντας την σταθερότητα στις αγορές που διέπει. Μέρος του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς αφορά και τα παράγωγα προϊόντα και ειδικότερα τα μέρη των συναλλασσόμενων και τις βασικές προϋποθέσεις που πρέπει να τηρούνται αναφορικά με τις συναλλαγές των παραγώγων από το ένα μέρος στο άλλο.

Ξεχωριστή θέση έχουν τα παράγωγα προϊόντα στις οδηγίες MiFID I & II, που εκδόθηκαν από την ΕΕ για την προστασία των επενδυτών και τις προδιαγραφές που πρέπει να διατηρούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αναφορικά με τις επενδύσεις. Η εισαγωγή της MiFID II έγινε μετά την χρηματοπιστωτική κρίση καθώς επιβαλλόταν μια ανανέωση στα πλαίσια που ίσχυαν. Το νέο καθεστώς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών πρόκειται να τεθεί σε πλήρη εφαρμογή από την 3η Ιανουαρίου 2018 με την έναρξη εφαρμογής των διατάξεων του Κανονισμού (ΕΕ) 600/2014 (MiFIR) και της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II), αλλά και των κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμών που συμπληρώνουν τα δύο νομοθετήματα. Το νέο πλαίσιο περιλαμβάνει σημαντικές διαφοροποιήσεις σε σχέση με τη MiFID I, κυρίως σε ό,τι αφορά στο εύρος των χρηματοπιστωτικών μέσων που εμπίπτουν στις υποχρεώσεις προ-συναλλακτικής και μετα-συναλλακτικής διαφάνειας, στη διάρθρωση της αγοράς, στην ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών και στην προστασία των επενδυτών.

Σε κάθε περίπτωση, το νομοθετικό πλαίσιο που περιβάλλει τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα αποτελεί την θεμελιώδη βάση για το χρηματοπιστωτικό σύστημα και τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζουν οι επενδυτές

Η περίπτωση του Χονγκ Κονγκ αποτελεί μια περίπτωση χρηματοπιστωτικής αγοράς όπου υπάρχουν γεγονότα που άλλαξαν την πορεία της αντιμετώπισης τους. Το Χονγκ Κονγκ ήταν για πολλά χρόνια, μια βρετανική αποικία, απολαμβάνοντας τα σχετικά

προνόμια σαν μέρος της Κοινοπολιτείας. Το φιλελεύθερο πλαίσιο στους ρυθμιστικούς κανόνες των χρηματοπιστωτικών αγορών μπορεί να είχε αρκετά κενά αναφορικά με την επιτήρηση των παικτών στην αγορά.

Το περιστατικό με τον Ng το 1987 και η πτώχευση του Χρηματιστηρίου Παραγωγών οδήγησε στην αυστηροποίηση των κανόνων για τα περιθώρια που υπήρχαν στους ενεργούς λογαριασμούς των traders καθώς οι ζημίες από το συγκεκριμένο περιστατικό ανήλθαν σε δισεκατομμύρια δολάρια Χονγκ Κονγκ, τα οποία εν τέλει πληρώθηκαν από τους φορολογούμενους του Χονγκ Κονγκ.

Παράλληλα, η μετάβαση του Χονγκ Κονγκ το 1997 στην διοικητική ευθύνη της Κίνας οδήγησε σε μερική διαφοροποίηση των κανόνων ώστε να συμβαδίζουν με το ρυθμιστικό πλαίσιο που είχε επιβάλλει το κομμουνιστικό καθεστώς της Κίνας στο Χρηματιστήριο της Σανγκάης και στο θυγατρικό του Χρηματιστήριο Παραγωγών.

Παράρτημα

