

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα: Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής
Μεταπτυχιακό στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη



**ΘΕΜΑ: ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΑ ΔΟΜΗΜΕΝΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ
ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ ΕΓΓΥΗΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Δήμητρα Ρίζου

ΑΜ: ΜΧΑΝ 0738

Δ` Εξάμηνο

Εποπτεύων Καθηγητής

Λέκτορας Κουρογένης Νικόλαος

Πειραιάς, Ιούνιος 2009

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	
Κεφάλαιο	Σελίδα
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	2
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι. ΑΠΟΜΑΚΡΥΝΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ. ΤΟ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ. ΟΙ ΕΙΔΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΟΝΤΟΤΗΤΕΣ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙV. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΔΟΜΗΜΕΝΑ / ΣΥΝΘΕΤΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ <ul style="list-style-type: none"> - Ιστορική αναδρομή - Αρχές Δομημένων Προϊόντων - Πώς λειτουργούν τα Δομημένα Προϊόντα- Περιγραφή Προϊόντων - Εκδότες Δομημένων Ομολόγων - Παραδείγματα Δομημένων Προϊόντων 	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ V. ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI. ΤΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ LEHMAN ΚΑΙ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ <ul style="list-style-type: none"> - Υποχρέωση Πληροφόρησης Τραπεζικών Πελατών - Υποχρέωση Επενδυτών 	65
ΕΠΙΛΟΓΟΣ	70

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το σκάνδαλο των δομημένων ομολόγων, που συντάραξε την κυβέρνηση και το ελληνικό πολιτικό σκηνικό το 2007 έφερε στο ευρύ κοινό αυτά τα δημοφιλή επενδυτικά προϊόντα. Τα δομημένα ομόλογα (structured bonds) αποτελούν μια ειδική παραλλαγή των ομολόγων κυμαινόμενου εισοδήματος και είναι δομημένα έτσι ώστε οι κάτοχοί τους να μειώνουν τον κίνδυνο. Το κεφάλαιο των δομημένων ομολόγων είναι εγγυημένο στην λήξη τους, ενώ τα προϊόντα αυτά περιέχουν τον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο. Αυτός ο τύπος ομολόγων εντάσσεται στην κατηγορία των χρηματοοικονομικών εργαλείων με την ονομασία δομημένα προϊόντα (structured products). Τα προϊόντα αυτά, όπως για παράδειγμα εγγυημένου κεφαλαίου και υψηλής απόδοσης, χρησιμοποιούνται προκειμένου να βελτιστοποιήσουν τη σχέση μεταξύ ρίσκου και απόδοσης προς όφελος των επενδυτών. Αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα πωλούνται από τις τράπεζες, ενώ στα πλαίσια αυτών λειτουργούν και οι Εταιρείες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων.

Αυτό είναι και το θέμα της παρούσας μελέτης, της οποίας η διάθρωση έχει ως εξής. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες και περιγράφονται οι τεχνικές που χρησιμοποιούν προκειμένου να μειώσουν την έκθεσή τους σε αυτούς τους κινδύνους. Μία από αυτές τις μεθόδους είναι και η τεχνική της τιτλοποίησης, η οποία αναλύεται στο δεύτερο κεφάλαιο. Εκτός από τις τράπεζες, δομημένα προϊόντα προσφέρουν και οι Εταιρείες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων, οι οποίες περιγράφονται και αναλύονται στο τρίτο κεφάλαιο. Το τέταρτο κεφάλαιο είναι αφιερωμένο στο κυρίως θέμα της παρούσας έρευνας, τα δομημένα προϊόντα. Έτσι, στο κεφάλαιο αυτό αναλύεται η γένεση των προϊόντων αυτών, οι αρχές που τα διέπουν, η λειτουργία τους, ενώ παράλληλα γίνεται αναφορά σε διάφορους εκδότες αυτών των προϊόντων, για τα οποία ακολουθούν παραδείγματα. Στο επόμενο κεφάλαιο εξετάζεται η μέθοδος της τιμολόγησης των δομημένων προϊόντων. Το παράδειγμα της Lehman σε σχέση με το ελληνικό οικονομικό και πολιτικό σκηνικό αναλύεται στο επόμενο κεφάλαιο. Λόγω της συνθετότητας που παρουσιάζουν αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, απαραίτητη είναι η ενημέρωση τόσο των τραπεζικών πελατών, όσο και των επενδυτών. Για αυτό το λόγο, το θέμα αυτό εξετάζεται στο τελευταίο κεφάλαιο της μελέτης μας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι. ΑΠΟΜΑΚΡΥΝΣΗ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι τράπεζες, βάσει της παραδοσιακής λειτουργίας τους ως διαμεσολαβητές μεταξύ των θετικών και των αρνητικών αποταμιευτών, εκτίθενται στον πιστωτικό κίνδυνο και στον κίνδυνο των επιτοκίων. Το γεγονός αυτό οφείλεται στην ασυμμετρία της πληροφόρησης που επικρατεί στις αγορές χρήματος, καθώς στην κεφαλαιαγορά έχουν πρόσβαση κυρίως πλούσιες σε κεφάλαια εταιρίες. Η χρονική υστέρηση που παρατηρείται μεταξύ της εισροής χρημάτων από τις καταθέσεις και της εκροής χρημάτων κατά τις χορηγήσεις δανείων, οι οποίες χρηματοδοτούνται από τις καταθέσεις, είναι η αιτία αυτής της έκθεσης στον πιστωτικό και επιτοκιακό κίνδυνο.

Οι εναλλακτικές που μπορούσαν να ακολουθήσουν οι τράπεζες για την απομάκρυνση αυτού του κινδύνου ήταν οι εξής:

1) Αποσύνδεση των δύο λειτουργιών των τραπεζών (δημιουργία narrow banks): Με αυτή τη διαδικασία η επιχείρηση που λάμβανε ρευστό από το κοινό ήταν διαφορετική από την τράπεζα που χορηγούσε τα δάνεια, αντλώντας χρήματα από την κεφαλαιαγορά. Πρόκειται για μία σπάνια περίπτωση, καθώς παραδοσιακά οι τράπεζες είχαν ενσωματώσει και τις δύο αυτές λειτουργίες στην πρακτική τους. Στην Ελλάδα υπήρχαν παλαιότερα τέτοια παραδείγματα όπως επενδυτικές αναπτυξιακές τράπεζες που εξέδιδαν ομόλογα (π.χ. ομόλογα ETBA).

2) Οι καταθέσεις να μην είναι ορατές στο ευρύ κοινό. Διαδικασία Τιτλοποίησης: Ομοειδή δάνεια μετατρέπονται σε ομόλογα και απομακρύνονται από το χαρτοφυλάκιο της τράπεζας. Οι ομολογίες στη συνέχεια γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης, χωρίς να έχει εδραιωθεί ακόμη καλά μια δευτερογενής αγορά. Ομοειδείς τίτλοι τιτλοποιούνται σε δεύτερη γενιά ομολόγων, τα CDOs που αγοράζονται από πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες.

3) Σύνολο ενεργειών για να μετριάσουν τον κίνδυνο και άσκηση εποπτείας όσον αφορά την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, κανόνες διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου κ.α. Επιπλέον, συχνά προτεινόταν και άσκηση προληπτικής εποπτείας.

4) Η τεχνική της τιτλοποίησης. Σύμφωνα με αυτό το χρηματοοικονομικό εργαλείο, μια τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα (originator) μεταβίβαζε μια ομάδα (pool) ομοειδών δανείων σε μία εταιρία ειδικού σκοπού (Special Purpose Vehicle, SPV). Η SPV ελάμβανε χρηματοδότηση από την έκδοση χρεογράφων που βασίζονταν στα δάνεια (Asset Backed Securities, ABSs). Η αξία αυτών των χρεογράφων αποτιμόταν κυρίως από τα πρακτορεία πιστοληπτικής βαθμολόγησης (Credit Rating Agencies, CRAs). Η πληρωμή των τοκομεριδίων στους επενδυτές εξαρτιόταν άμεσα από τη συμπεριφορά των δανειοληπτών, χωρίς ωστόσο να έρθουν αυτές οι δύο ομάδες επαφή. Οι τίτλοι ABSs συχνά διανεμόνταν από επενδυτικές τράπεζες σε θεσμικούς επενδυτές. Μολαταύτα, δεν υπήρχε ακόμη οργανωμένη δευτερογενής αγορά για τις συναλλαγές των ABSs.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ II. ΤΟ ΕΡΓΑΛΕΙΟ ΤΗΣ ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η τεχνική της τιτλοποίησης παρουσίαζε μεγάλο ενδιαφέρον, καθώς περιόριζε τον πιστωτικό κίνδυνο στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και συχνά αναφερόταν ως η δεύτερη πιο αποτελεσματική πρακτική μετά τη δημιουργία των narrow banks. Η πρακτική δε, ήταν συμβατή και με τους κανόνες κεφαλαικής επάρκειας, παράλληλα με τη μετατροπή παγωμένων κεφαλαίων (δάνεια) σε λειτουργικά εργαλεία (τίτλους). Η αύξηση της ρευστότητας στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια και η εξάλειψη του ετεροχρονισμού ανάμεσα σε απαιτήσεις και υποχρεώσεις ήταν ορισμένα από τα πλεονεκτήματα που τους παρείχε το εργαλείο της τιτλοποίησης. Οι απαιτήσεις σε ABSs από θεσμικούς επενδυτές που επιζητούσαν υψηλότερες αποδόσεις από τα ομόλογα του δημοσίου και κάποια εταιρικά ομόλογα ήταν ηυξημένες, ενώ τα πλεονεκτήματα από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ήταν άμεσα ορατά.

Ένα δεύτερο κύμα τιτλοποιήσεων παρουσιάστηκε με τη δημιουργία των δομημένων επενδυτικών εργαλείων (Structured Credit Instruments). Τα πιο χαρακτηριστικά δομημένα προϊόντα ήταν οι Τίτλοι Εγγυημένων Δανειακών Υποχρεώσεων (Collateralized Debt Obligations, CDOs). Επάνω σε αυτούς τους τίτλους παρήχθησαν και τα CDOs δεύτερης γενιάς, τα λεγόμενα CDOs-square. Η εταιρική οντότητα εμφάνιζε στο Παθητικό της υποχρεώσεις από τίτλους CDOs (δηλαδή καταβολή

τοκομεριδίων και της αξίας κατά τη λήξη) και στο Ενεργητικό της απαιτήσεις σε δάνεια τιτλοποιήσιμα. Συνεπώς, με την είσπραξη των δόσεων από τα δάνεια, μπορούσε εν συνεχεία να πληρώνει τις υποχρεώσεις της στους ομολογιούχους. Το νέο χαρτοφυλάκιο αποτελείτο από ποικίλα στοιχεία με διαφορετική έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο. Έκαστος τίτλος (tranche) θα μπορούσε να πωληθεί σε διάφορες ομάδες επενδυτών, με διαφορετική αντιμετώπιση του ρίσκου (risk aversion). Το εισόδημα από τα τοκομερίδια διανεμόταν με σειρά προτεραιότητας. Οι επενδυτές των τελευταίων στη σειρά έκδοσης τίτλων είχαν και το μεγαλύτερο κίνδυνο, συνεπώς απολάμβαναν και μεγαλύτερες απολαβές από τόκους. Ένα μέρος των χρεογράφων το διακρατούσε η αρχική τράπεζα.

Στην Ελλάδα γίνεται πρώτη φορά τιτλοποίηση μόλις το 2002, ενώ ως πρακτική υπάρχει διεθνώς από τη δεκαετία του '70.

Αδυναμίες του Μοντέλου

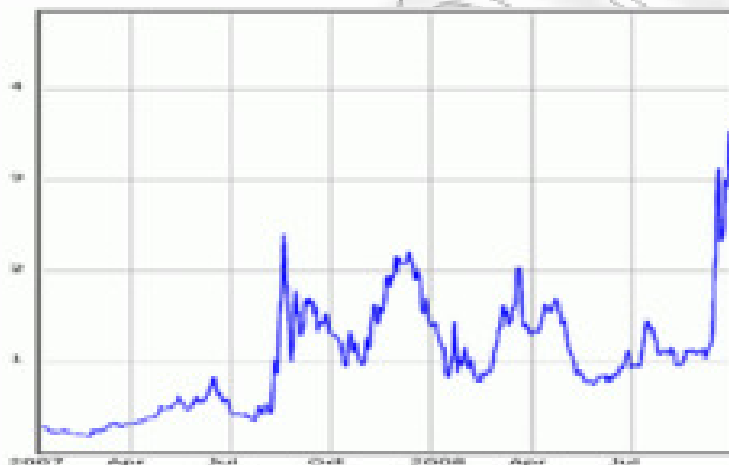
Στα μειονεκτήματα της τιτλοποίησης συγκαταλέγεται η δυσκολία που αντιμετώπιζαν τα rating agencies στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός πως οι επενδυτές βασίζονταν τυφλά στις βαθμολογήσεις που τους έδιναν τα CRAs. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα CDOs λειτουργούσαν σε μία άτυπη αγορά, με μικρό βαθμό ρευστοποίησής τους, καθώς οι τίτλοι που δεν απορροφώνταν από τη ζήτηση, έπρεπε να επαναγορασθούν από την αρχική τράπεζα.

Το συγκεκριμένο μοντέλο που αναπτύχθηκε δημιουργούσε μεγάλο χάσμα ανάμεσα στους δανειολήπτες της τράπεζας-παραγωγού και τους τελικούς επενδυτές. Επιπλέον, το μοντέλο υστερούσε στην εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Συχνά γίνονταν πρόχειρες βαθμολογήσεις από τα CRAs λόγω της ποικιλίας διαφόρων τύπων CDOs. Η μεγάλη εξάρτηση από τα CRAs για τη διαμόρφωση των τιμών, σε συνδυασμό με την περιορισμένο έλεγχο των δανειοληπτών από τις τράπεζες, οδήγησε στην κρίση εμπιστοσύνης ως προς τη βαθμολόγηση των CDOs.

Επιπλέον, η διαπραγμάτευση των συγκεκριμένων τίτλων ήταν δύσκολη, καθώς δεν μπορούσαν να πωληθούν σε δευτερογενή αγορά. Η ρευστότητα ήταν χαμηλή, ιδιαιτέρως σε εχθρικές αγορές και οι εκτιμήσεις της αξίας των CDOs καθορίζονταν

από το ίδιο το μοντέλο. Καθώς τέτοια μοντέλα απαιτούν αγοραίες τιμές που αντικατοπτρίζονταν σε σχετικούς δείκτες, η απουσία αξιόπιστων τιμών δημιούργησε ρήγμα στη λειτουργία του μοντέλου. Με την πώληση των τελικών τίτλων στους επενδυτές εξαλειφόταν και το τελευταίο κίνητρο που είχε η τράπεζα να αναγκάσει τους δανειολήπτες να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ. ΟΙ ΕΙΔΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΟΝΤΟΤΗΤΕΣ



Από το περιθώριο TED είναι εμφανής η αύξηση του πιστωτικού ρίσκου μεταξύ 1-1-2007 και 30-9-2008

Τα τελευταία χρόνια ανεδείχθησαν πολλές Ειδικές Επενδυτικές Εταιρίες (Special Investment Companies) που λειτουργούσαν στα πλαίσια τραπεζικών ομίλων, προσφέροντας εξελιγμένα προϊόντα. Μορφές τέτοιων επενδυτικών εταιριών υψηλής μόγλευσης αποτελούσαν τα Conduits και τα SVIs (από το Structured Investment Vehicles, δηλαδή Εταιρίες Δομημένων Επενδυτικών Προϊόντων). Η πολιτική αυτών των οντοτήτων όριζε τη διακράτηση CDOs που εξασφάλιζαν μακροχρόνια ρευστότητα και κεφάλαια από την έκδοση βραχυπρόθεσμων Εμπορικών Τίτλων Δανειακών Εγγυήσεων (Asset-Backed Commercial Papers, ABCPs). Τα κίνητρα των μητρικών επιχειρήσεων στη συγκρότηση τέτοιων οντοτήτων συνίσταντο στην εξάλειψη των περιοριστικών απαιτήσεων για κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Μόνη υποχρέωση των τελευταίων ήταν να εγγυηθούν τη δυνατότητα των Conduits

και των SIVs να ξεχρεώσουν τους επενδυτές τους (δηλαδή τους κατόχους τίτλων ABCPs), εάν οι οντότητες αυτές δεν κατάφερναν να εκδώσουν νέους τίτλους στην αγορά. Το βασικό δε πρόβλημα στην όλη διαδικασία εντοπίζεται στην απόκρυψη της διακράτησης τέτοιων τίτλων από τους ισολογισμούς των τραπεζών.

Αδυναμίες στη Λειτουργία των Οντοτήτων

Ο μεγάλος ετεροχρονισμός ωρίμανσης στα στοιχεία του ισολογισμού των Conduits και των SVIs, καθώς και η απουσία πλάνου αντιμετώπισης απρόβλεπτων αναγκών χρηματοδότησης εκ μέρους των τραπεζών τις εξέθεσαν στον κίνδυνο ρευστότητας, τον βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά. Η μείωση της μόχλευσης των τραπεζών (με την απομάκρυνση των απαιτήσεων σε δάνεια) αποδέσμευσε κεφάλαια διαθέσιμα προς παραγωγικές επενδύσεις.

Ορισμένες τράπεζες υποτίμησαν την πραγματική τους έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριείχαν τα χαρτοφυλάκια των Conduits. Κατά συνέπεια, υποτίμησαν και τις έκτακτες γραμμές ρευστότητας. Η ανεπάρκεια διαφάνειας ως προς τον τελικό φορέα που θα επωμιζόταν τους κινδύνους δημιούργησε ένα διάχυτο ρίσκο αντισυμβαλλομένων, το δεύτερο βασικό παράγοντα αύξησης των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ IV. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΔΟΜΗΜΕΝΑ / ΣΥΝΘΕΤΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Τα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα (Structure Products), αποτελούν μια δημοφιλή επενδυτική πρόταση στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τα δομημένα προϊόντα δομούνται είτε ως προθεσμιακές (Structured Deposits) είτε ως ομολογίες EMTN (Structured Notes).

Δομημένα προϊόντα συνήθως εκδίδονται από επενδυτικές τράπεζες ή θυγατρικές τους. Έχουν μια καθορισμένη λήξη, και δύο συνιστώσες: μια σημείωση και ενός παραγώγου. Το παράγωγο στοιχείου συχνά είναι μια επιλογή. Το σημείωμα προβλέπει περιοδικές πληρωμές προς το συμφέρον των επενδυτών σε ένα προκαθορισμένο ποσοστό, και το παράγωγο στοιχείο παρέχει την πληρωμή κατά την ωρίμανση. Άλλα παράγωγα προϊόντα που χρησιμοποιούν το κατασκευαστικό

στοιχείο για να προβλεφθεί η δυνατότητα γραπτής πρόσκληση; από τον επενδυτή που παρέχει στον αγοραστή του δικαιώματος αγοράς το δικαίωμα να αγοράσει την ασφάλεια ή τίτλων από τον επενδυτή σε προκαθορισμένη τιμή.

Τα δομημένα/σύνθετα προϊόντα (structured Products) αποτελούνται από ένα σύνολο χρηματοπιστωτικών μέσων με διαφορετικούς όρους πληρωμής και χαρακτηριστικά κινδύνου. Τα δομημένα/σύνθετα προϊόντα μπορούν ενδεικτικά να κατηγοριοποιηθούν βάσει των ακολούθων:

- Εγγύηση Κεφαλαίου στη λήξη: (α) 100% εγγύηση αρχικού κεφαλαίου στη λήξη, (β) Μερική εγγύηση αρχικού κεφαλαίου στη λήξη και (γ) Χωρίς εγγύηση κεφαλαίου στη λήξη.
- Είδος υποκείμενης αξίας: (α) Μετοχές ή δείκτες, (β) Επιτόκια, (γ) Συναλλαγματική ισοτιμία, (δ) Εμπορεύματα, (ε) Αμοιβαία κεφάλαια ή Αντισταθμιστικά κεφάλαια, (στ) Άλλες υποκείμενες αξίες (ναύλα, δείκτες σχετιζόμενοι με κλιματικές αλλαγές, άδειες εκπομπής ρύπων, ποσοστά πληθωρισμού ή άλλες οικονομικές στατιστικές) και (ζ) Συνδυασμός δύο ή περισσότερων υποκείμενων αξιών.
- Η διάρκειά τους μπορεί να είναι: (α) Μέχρι 1 έτος, (β) 1 με 2 χρόνια, (γ) 3 με 5 χρόνια και (δ) πάνω από 5 χρόνια.
- Τα δομημένα/σύνθετα προϊόντα μπορεί να έχουν τη μορφή ενός ομολόγου ή μιας κατάθεσης.

Αγοράζοντας ένα δομημένο ομόλογο ο επενδυτής στην ουσία απαρνείται τους τόκους που θα προσλάμβανε αν είχε τα χρήματα του στην τράπεζα.

Προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου: Στην κατηγορία αυτή η τράπεζα υπόσχεται να επιστρέψει το πλήρες επενδεδυμένο κεφάλαιο στον κάτοχο μετά από το διάστημα το οποίο συνήθως κυμαίνεται όπως είδαμε από ένα έως και δέκα χρόνια. Όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια του ομολόγου τόσο περισσότερους τόκους χάνει ο επενδυτής οπότε και θα πρέπει να προσφερθεί ένα προϊόν με ευνοϊκότερους όρους. Τα προϊόντα αυτά έχουν μικρό ρίσκο από την άποψη ότι η μέγιστη δυνατή απώλεια, ζημιά είναι η απώλεια των τόκων. Παρόλα αυτά υπάρχουν διαβαθμίσεις από

προϊόντα χαμηλού μέχρι υψηλού ρίσκου. Σε προϊόντα μη εγγυημένου κεφαλαίου η τράπεζα υπόσχεται συνήθως να επιστρέψει μέρος του επενδεδυμένου κεφαλαίου, ή και κάποιες φορές και τίποτα, στον κάτοχο μετά από ένα χρονικό διάστημα. Τα προϊόντα αυτά έχουν υψηλό ρίσκο καθώς ο επενδυτής μπορεί να χάσει ολόκληρο το ποσό που διέθεσε για την αγορά του προϊόντος. Σε αντάλλαγμα τα προϊόντα αυτά έχουν υψηλές αποδόσεις είτε λόγω μόχλευσης στην έκθεση στην απόδοση ενός δείκτη είτε μεγάλων κουπονιών ή και πρόωρης επιστροφής του κεφαλαίου.

Τα δομημένα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου έχουν σαν μέγιστη απώλεια τους τόκους επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Μέσω των προϊόντων αυτών ο απλός επενδυτής αποκτά πρόσβαση σε αγορές και ευκαιρίες όπου δε θα μπορούσε διαφορετικά να συμμετάσχει.

Στην άλλη κατηγορία ενδείκνυται να επενδύουν όσοι έχουν πλήρη επίγνωση των ρίσκων που ενέχονται σε τέτοιας μορφής επενδύσεων και μπορούν να αξιολογήσουν τη σχέση ρίσκου και απόδοσης που προσφέρει το εκάστοτε προϊόν. Υπό τις σωστές προϋποθέσεις μπορούν να αποτελέσουν επενδύσεις με πολύ αξιόλογες αποδόσεις ακόμα και για βραχυχρόνια διαστήματα.

Οι τιμές των δομημένων προϊόντων επηρεάζονται από τις υποκείμενες αξίες γεγονός που μπορεί να οδηγήσει στην απώλεια έως και 100% του αρχικού κεφαλαίου επένδυσης (στην περίπτωση των δομημένων προϊόντων χωρίς εγγύηση κεφαλαίου).

Είναι ένα επενδυτικό προϊόν του οποίου η απόδοση ορίζεται από μια φόρμουλα με αναφορά σε ορισμένο υποκείμενο και ορίζεται σε ορισμένες μέρες. Σκοπός είναι να αλλάξει η απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου για να ανταποκριθεί καλύτερα στις ανάγκες των επενδυτών. Τέτοιες ανάγκες είναι να μειωθεί ο λόγος risk/reward ratio και να αυξηθεί η παραγωγή εισοδήματος.¹

Τα δομημένα ομόλογα είναι μια ειδική κατηγορία ομολόγων μακροχρόνιας διάρκειας, που σχεδιάζονται ώστε οι κάτοχοί τους να έχουν την ευκαιρία να εκμεταλλευτούν συγκεκριμένες συνθήκες στις αγορές χρήματος, και κυρίως τη διαφορά μεταξύ βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιτοκίων.

¹ BNP PARIBAS Corporate & Investment Banking

Η έκδοση δομημένων ομολόγων αποτελεί εδώ και χρόνια διεθνή πρακτική, στην οποία έχουν προσφύγει για την άντληση δανειακών κεφαλαίων υπό ευνοϊκούς όρους το Δημόσιο αρκετών χωρών (π.χ. Ιταλία, Αυστρία, Γερμανία, Γαλλία), διεθνείς φορείς (όπως π.χ. η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων), αλλά και επιχειρήσεις, περιλαμβανομένων των τραπεζών.

Το μέγεθος της αγοράς δομημένων ομολόγων διεθνώς είναι πλέον τόσο μεγάλο, ώστε να προσεγγίζει το 1 τρις ευρώ

Η έκδοση δομημένων ομολόγων γίνεται πάντοτε σύμφωνα με το υφιστάμενο θεσμικό και ρυθμιστικό πλαίσιο και τις βέλτιστες πρακτικές που επικρατούν διεθνώς.

Το προϊόν «δομημένο» ομόλογο δεν είναι παρά μία ακόμα από τις πολλές εναλλακτικές επενδυτικές λύσεις που έχουν διαμορφωθεί στις σύγχρονες οικονομίες της αγοράς και διατίθενται σε ιδιώτες, θεσμικούς επενδυτές, αλλά και τράπεζες με στόχο τη βελτιστοποίηση σε βάθος χρόνου των αποδόσεών τους και τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους στο πλαίσιο της μακροχρόνιας επενδυτικής στρατηγικής τους.

Συνεπώς είναι εύλογο να γίνεται κατανομή κεφαλαίων μεταξύ ομολόγων σταθερού επιτοκίου, ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου και δομημένων ομολόγων, τα οποία δεν είναι παρά μια σύνθετη παραλλαγή των ομολόγων κυμαινόμενου επιτοκίου.²

Η συνήθως μακροχρόνια διάρκεια των εκδόσεων αυτών συνάδει κατ' εξοχήν με τη μακροπρόθεσμη επενδυτική στρατηγική που πρέπει εκ της φύσεως τους να έχουν τα ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά ταμεία.

Οι τίτλοι διακρατούνται από τα ταμεία αυτά συνήθως έως τη λήξη τους, διότι ζητούμενο είναι η κάλυψη των τρεχουσών ταμειακών υποχρεώσεών τους.

Οι κάτοχοι δομημένων ομολόγων δεν διακινδυνεύουν το κεφάλαιό τους. Εκτίθενται μόνο σε κίνδυνο μεταβλητότητας των επιτοκίων της αγοράς. Συγκεκριμένα:

α) Τα δομημένα ομόλογα φέρουν τον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη τους, ακριβώς όπως όλες οι κατηγορίες ομολόγων. Αυτό σημαίνει ότι κατά τη λήξη των ομολόγων

² Ελληνική Ένωση Τραπεζών

καταβάλλεται πλήρης η ονομαστική τους αξία, διότι οι εκδότες είναι υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας.

β) Επίσης, όπως όλες οι κατηγορίες ομολόγων, τα δομημένα ομόλογα φέρουν κίνδυνο αγοράς. Ο κίνδυνος αυτός συνίσταται στο ενδεχόμενο μείωσης της αγοραίας τιμής τους λόγω των μεταβολών του επιπέδου των επιτοκίων (που ισχύει για όλα τα ομόλογα), και της διαφοράς βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων επιτοκίων (που είναι ένα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των δομημένων ομολόγων).

Οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην αγορά δομημένων ομολόγων, όπως και όλων των χρηματοπιστωτικών τίτλων εν γένει, υπόκεινται στην εποπτεία των αρμοδίων αρχών σύμφωνα με τις διατάξεις της κείμενης νομοθεσίας.

Τα δομημένα προϊόντα έχουν ποικιλία μορφών αλλά η αρχική ιδέα παραμένει πάντα η ίδια, μια ομάδα διαφορετικών και απλών προϊόντων “πακεταρισμένα” σαν ένα. Κάποιες δυνατότητες είναι το εισόδημα σε αντίθεση με τη συμμετοχή το οποίο βασίζεται στο ότι τα προϊόντα σταθερού εισοδήματος πληρώνουν κουπόνια ανάλογα με το επίπεδο των υποκείμενων ενώ τα προϊόντα συμμετοχής ανταμείβουν τον επενδυτή με ένα ποσοστό βάση της απόδοσης των υποκείμενων. Κάποια προσφέρουν εγγύηση 100% του αρχικού κεφαλαίου και κάποια μερική εγγύηση, ενώ κάποια άλλα έχουν μεταβλητή απόδοση χωρίς εγγύηση του κεφαλαίου. Υπάρχουν όμως και εκείνα τα οποία μπορούν να εξαργυρωθούν νωρίς, έπειτα βέβαια από την ολοκλήρωση ορισμένων κριτηρίων.

Ιστορική αναδρομή

Δομημένες επενδύσεις προέκυψαν από τις ανάγκες των εταιρειών που ήθελαν να εκδώσουν χρέος φθηνότερα. Παραδοσιακά, ένας από τους τρόπους για να γίνει αυτό ήταν με την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου δηλαδή, του χρέους που, υπό ορισμένες περιστάσεις, θα μπορούσαν να μετατραπούν σε μετοχές. Σε αντάλλαγμα της δυνατότητας για μεγαλύτερη απόδοση (αν η αξία ιδίων κεφαλαίων θα αυξηθεί και η ομολογία θα μπορούσε να μετατραπεί σε κέρδος), οι επενδυτές θα δεχόταν χαμηλότερα επιτόκια, εν τω μεταξύ. Ωστόσο στην πραγματικότητα η πραγματική της αξία είναι αμφισβητήσιμη, δεδομένου ότι η κίνηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας θα μπορούσε να είναι απρόβλεπτες. Οι Επενδυτικές τράπεζες στη συνέχεια αποφάσισαν να προσθέσουν τα βασικά χαρακτηριστικά του μετατρέψιμου

ομολογιακού δανείου, όπως η αύξηση του εισοδήματος με αντάλλαγμα τη μετατρεψιμότητα του υλικού, ή την κύρια προστασία. Ο στόχος ήταν και πάλι να δώσει περισσότερους λόγους, οι επενδυτές να δεχθούν ένα χαμηλότερο επιτόκιο στο χρέος με αντάλλαγμα ορισμένες λειτουργίες. Από την άλλη πλευρά, ο στόχος για τις επενδυτικές τράπεζες ήταν να αυξήσουν τα περιθώρια κέρδους τους δεδομένου ότι τα νεότερα προϊόντα με νέα χαρακτηριστικά ήταν δυσκολότερα στην τιμολόγηση, έτσι ώστε να είναι πιο δύσκολο για τους πελάτες των τραπεζών για να δουν πόσο κέρδος είχε κάνει η τράπεζα από αυτό.

Το ενδιαφέρον για αυτές τις επενδύσεις που έχουν αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια και τα υψηλά επίπεδα της καθαρής θέσης, έχουν οδηγήσει τους επενδυτές να χρησιμοποιούν πλέον διαρθρωμένο τρόπο όπως τα προϊόντα διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου. Δομημένα προϊόντα είναι επίσης διαθέσιμα σε επίπεδο λιανικής ιδιαίτερα στην Ευρώπη, όπου τα εθνικά ταχυδρομικά γραφεία, ακόμη και τα σούπερ μάρκετ, να τα πωλούν στους πελάτες τους.

Ακολουθεί μια σύντομη περιγραφή του τρόπου με τον δομημένο προϊόντα έχουν κατασκευαστεί.

Οι συνδυασμοί των παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων και τη δημιουργία δομών έχουν σημαντικό προφίλ κινδύνου / απόδοσης ή / και εξοικονόμηση κόστους, τα οποία δεν μπορούν να ολοκληρωθούν σε άλλο χώρο της αγοράς. Δομημένα προϊόντα που έχουν σχεδιαστεί για να παρέχουν στους επενδυτές μια υψηλή στόχευση των επενδύσεων τους, συνδέονται με συγκεκριμένες κατηγορίες κινδύνου, αποδόσεων και απαιτήσεων της αγοράς.

Τα προϊόντα αυτά έχουν δημιουργηθεί μέσω της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής τεχνικής, δηλαδή με το συνδυασμό *underlyings* όπως μετοχές, ομόλογα, δείκτες ή εμπορεύματα με τα παράγωγα. Η αξία των παράγωγων μέσων κινητών αξιών, όπως τα δικαιώματα προαίρεσης, και *swaps* καθορίζεται από τις τιμές των υποκείμενων τίτλων.³

³ Wall Street Journal 11 Νοεμβρίου 2008

Η αγορά των παραγώγων έχει αυξηθεί γρήγορα τα τελευταία χρόνια. Ο κύριος λόγος για αυτό είναι η οικονομική λειτουργία των παραγώγων. Επιτρέπει τη μεταβίβαση του κινδύνου, έναντι αμοιβής, από αυτούς που δεν θέλουν να αναλάβουν τον κίνδυνο σε εκείνους που είναι πρόθυμοι να αναλάβουν κινδύνους.⁴

Στα τέλη της δεκαετίας του '90 υπήρχε μια απλή συμμετοχή προϊόντων σε μετοχές η οποία ακολουθήθηκε από μια πιο πολύπλοκη δομή των χρηματιστηριακών καλαθιών. Από το 2000 έως και το 2003 ακολούθησε μεγαλύτερη διαφοροποίηση με δείκτες κεφαλαίων και αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου με τη δυνατότητα ιδίων κεφαλαίων επίσης μέσω CPPI προστασίας (περίοδος μεγάλης μεταβλητότητας).

Το 2004 η διαφοροποίηση των μετοχών με υβριδικά προϊόντα έδωσε έκθεση όχι μόνο στις μετοχές αλλά και σε δείκτες εμπορευμάτων, ακινήτων. Νέα πιο περίπλοκα προϊόντα εμφανίστηκαν με απλούστερο τρόπο αποπληρωμή. Το πιο δημοφιλές χαρακτηριστικό έγινε η βελτιστοποίηση (Optimisation).

Η ιστορία αυτή της βελτιστοποίησης συνεχίζεται και το 2005 αποκτώντας πλέον μια νέα ονομασία καλύτερο προφίλ (Best Of Profile). Καθώς μπαίνουμε στο 2006 αρχίζουν να εμφανίζονται και τα αρνητικά αυτών των προϊόντων, κρυμμένα κεφάλαια, διασπορά, μεταβλητότητα

Αρχές Δομημένων Προϊόντων

Αυτές οι αρχές θα πρέπει λαμβάνονται συλλογικά αντί να εξετάζονται κάθε μία ξεχωριστά από την άλλη.⁵

1. Διαφάνεια Προϊόντος

Το κομμάτι το οποίο είναι κυρίως υπεύθυνο για τη δημιουργία των marketing υλικών, ή είναι υπεύθυνο για το ενημερωτικό δελτίο, ή άλλων που προσφέρουν έκθεση, θα πρέπει στο βαθμό που επιτρέπεται από τους ισχύοντες νόμους, να κάνει εύλογες προσπάθειες ώστε να σιγουρεύει ότι τα ουσιώδη χαρακτηριστικά των δομημένων

⁴ Investpedia

⁵ Securities Industry and Financial Markets Association

προϊόντων είναι σαφή έτσι ώστε να επιτρέπει στους επενδυτές να αξιολογούν μια επένδυση από τη σκοπιά του ρίσκου και της απόδοσης.

Θα πρέπει επίσης να διασφαλίζει ότι η περιγραφή των δομημένων προϊόντων είναι ξεκάθαρη και όχι παραπλανητική. Κάτι τέτοιο είναι ιδιαίτερα χρήσιμο τόσο για τους επιμέρους επενδυτές όσο και για τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους ώστε να κατανοήσουν το προϊόν. Περαιτέρω στο βαθμό όπου ο διανομέας είναι πρωτίστως υπεύθυνος για τη δημιουργία των οργάνων marketing, τα όργανα αυτά θα πρέπει να στοχεύουν στην διαφορετικότητα του κάθε επενδυτή. Για παράδειγμα θα πρέπει να είναι σαφές, πως, οι αποδόσεις των δομημένων προϊόντων είναι συνδεδεμένες στο υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο.

Τα όργανα του marketing τα οποία διανέμονται ή σκοπεύουν να διανεμηθούν θα πρέπει να υπόκεινται σε ελέγχους από του υπεύθυνους διανομείς, καθώς και να υπόκεινται και σε κάποιες άλλες εσωτερικές διαδικασίες από διάφορα τμήματα, όπως το νομικό ή το compliance.

2. Γνωστοποίηση των κινδύνων

Η γνωστοποίηση του κινδύνου είναι πολύ σημαντική για έναν επενδυτή ώστε να κατανοήσει τα δομημένα προϊόντα, και θα πρέπει να διατίθενται πολύ πριν πάρει την απόφαση της επένδυσης. Οι επενδυτές θα πρέπει πρώτα να έχουν κατανοήσει τους κινδύνους που ενέχει το προϊόν πριν επενδύσουν. Οι επενδυτές θα πρέπει να ενημερώνονται για τους γενικούς κινδύνους που συνδέονται με τα δομημένα προϊόντα οι οποίοι υπόκεινται σε επιμέρους κανονιστικά πρότυπα. Συγκεκριμένα, ιδιαίτερη έμφαση θα πρέπει να δοθεί σε κινδύνους που δεν συνδέονται συνήθως με ένα προϊόν, για παράδειγμα, ο κίνδυνος της απώλειας που οφείλεται σε πώληση του προϊόντος πριν από τη λήξη, όπως κάθε ειδικός κίνδυνος προϊόντος που μπορεί να εφαρμόζεται, όπως είναι ο αυξανόμενος κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου, ο κίνδυνος της ρευστότητας και ο κίνδυνος της αγοράς. Εκεί όπου υπάρχουν πληροφορίες βασισμένες σε παρελθούσα εκτέλεση, η παρουσίαση θα πρέπει να είναι δίκαιη και όχι παραπλανητική και θα πρέπει να αναγνωριστούν οι τυχόν περιορισμοί στα διαθέσιμα δεδομένα.

3. Τέλη και Έξοδα

Οι επενδυτές των δομημένων προϊόντων θα πρέπει να ενημερώνονται από τους διανομείς για την ύπαρξη εξόδων, προμηθειών, εκπτώσεων καθώς και τυχών άλλων ποσών που καταβάλλονται στον διανομέα κατά τη διάρκεια ζωής του προϊόντος. Οι διανομείς θα πρέπει να έχουν εσωτερικές διαδικασίες ελέγχου και να είναι σε θέση να εξετάζουν την καταλληλότητα των προμηθειών και άλλων κινήτρων που παρέχουν οι τοπικές συνθήκες της αγοράς και οι κανονιστικές απαιτήσεις. Οι διανομείς των εσωτερικών διαδικασιών και ελέγχου, θα πρέπει επίσης να δίνουν βάση στο επίπεδο δημοσιότητας σχετικά με τα εν λόγω τέλη και το κόστος σε συνάρτηση με τις πιθανές επιπτώσεις ενός δομημένου προϊόντος στη δευτερογενή αγορά.

4. Πιθανές συγκρούσεις Διαχείρισης

Οι διανομείς θα πρέπει να έχουν εσωτερικές διαδικασίες και ελέγχους ώστε να εξετάζουν πιθανές συγκρούσεις και να αναγνωρίζουν μέτρα που στοχεύουν στην άμβλυνση των διαφορών ή αποκαλύπτουν τις συγκρούσεις συμφερόντων που προκύπτουν από την πώληση των δομημένων προϊόντων. Τέτοιες διαδικασίες θα πρέπει όπου είναι αναγκαίο ή σκόπιμο να παρέχουν έγκαιρη, επαρκή και σαφή ενημέρωση που σχετίζονται με συγκρούσεις συμφερόντων ή πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων που έχουν σχέση με το διανομέα της πώλησης των δομημένων προϊόντων ή σαν αποτέλεσμα της επιχειρηματικής τους συμπεριφοράς.

5. Πιστοληπτική Διαβάθμιση

Η πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών ή κατά περίπτωση των εγγυητών, μπορεί να μην αντιστοιχεί στη δυναμική απόδοση των επενδύσεων των επιμέρους δομημένων προϊόντων. Η πιστοληπτική διαβάθμιση ωστόσο, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στο βαθμό που επηρεάζει τους κανόνες του προϊόντος. Οι διανομείς θα πρέπει να χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας αναλόγως.

6. Αναθεώρηση νέου προϊόντος

Οι διανομείς θα πρέπει να κατανοήσουν τα προϊόντα τα οποία διανέμουν. Νέα δομημένα προϊόντα τα οποία δημιουργούνται είτε από τους ίδιους τους διανομείς είτε από κάποιο τρίτο πρόσωπο ή φορέα θα πρέπει να υπόκεινται σε διαδικασίες αξιολόγησης και επανεξέτασης. Αυτή η διαδικασία θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα νέα δομημένα προϊόντα, το στόχο των επενδυτών καθώς και την εκτίμηση αν το δομημένο προϊόν είναι κατάλληλο για τους προορισμένους στόχους της αγοράς. Οι

διανομείς θα πρέπει επίσης να έχουν μια διαδικασία για τον προσδιορισμό των στοιχείων ενός νέου προϊόντος. Δεν είναι αρκετό για έναν διανομέα να δεχτεί ένα τρίτο μέρος (κατασκευαστή) όσον αφορά την αξιολόγηση και την εκτίμηση για την καταλληλότητα των δομημένων προϊόντων για μεμονωμένους επενδυτές οι οποίοι τελικά είναι πελάτες των διανομέων και όχι των κατασκευαστών. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προβαίνουν σε ανεξάρτητες αξιολογήσεις.

7. Ρευστότητα / Δευτερογενής Αγορά

Οι επενδυτές θα πρέπει να είναι ενήμεροι σχετικά με τη δυνατότητα που έχουν να πουλήσουν ένα συγκεκριμένο δομημένο προϊόν πριν από τη λήξη του, και τους τρόπους με τους οποίους μπορεί κάτι τέτοιο να πραγματοποιηθεί. Οποιαδήποτε δευτερογενής αγορά θα πρέπει να παρέχεται από τον ίδιο το διανομέα ή από ανταλλαγή ή θα πρέπει να κοινοποιείται. Αν υπάρχει η παραμικρή πιθανότητα τέτοιας πώλησης ή είναι δυνατή άλλων εκκαθαρίσεων, το γεγονός αυτό θα πρέπει να γνωστοποιείται. Οι επενδυτές θα πρέπει να γνωρίζουν ότι οι πωλήσεις στη δευτερογενή αγορά, ακόμα και αν είναι δυνατόν, μπορεί να λαμβάνουν χώρα σε τιμές μικρότερες από το ποσό που καταβάλλεται για το προϊόν στη λήξη του, την αρχική τιμή προσφοράς ή την τιμή στην οποία αποκτήθηκε το προϊόν. Οι διανομείς θα πρέπει να κάνουν σαφή διάκριση ανάμεσα σε μια επένδυση ενός δομημένου προϊόντος και μιας άμεσης επένδυσης στο τμήμα του Ενεργητικού και ότι η απόδοση για το δομημένο προϊόν μπορεί να μην αντικατοπτρίζει την απόδοση της άμεσης επένδυσης στο τμήμα του ενεργητικού, ιδίως ότι οι εν λόγω αντίστοιχες αποδόσεις δεν είναι απαραίτητο να προχωρήσουν από κοινού. Θα πρέπει να είναι σαφές στους επενδυτές ότι η βασική προστασία των προϊόντων αφορά τη λήξη τους και ότι το κόστος της λύσης του προϊόντος σημαίνει ότι μια προηγούμενη αξία εξόφλησης ενδέχεται να διαφέρει ουσιωδώς από τη δυνητική αξία στη λήξη.

7^α Αποτιμήσεις Πελατών

Τα δομημένα προϊόντα θα πρέπει να αποτιμώνται σε τακτική βάση και αν γνωστοποιούνται στους επενδυτές μέσω των διανομέων και της κανονικής διαδικασίας πελάτη – δήλωση.

8. Σκοπιμότητα Πελάτη και Καταλληλότητα

Σε περίπτωση που μια επιχείρηση ενεργεί στην αγορά ενός συγκεκριμένου προϊόντος, σε αντίθεση με τις οδηγίες του πελάτη για την εκτέλεση συναλλαγών, θα πρέπει να καθοριστεί σε ποιο συγκεκριμένο τύπο πελατών (σκοπιμότητα) θα πρέπει να πουληθεί κάποιο συγκεκριμένο προϊόν και θα πρέπει επίσης να καθορίζεται αν το συγκεκριμένο προϊόν είναι κατάλληλο για ένα συγκεκριμένο πελάτη (καταλληλότητα). Μεθοδολογίες και πρότυπα για τη λήψη αυτών των αποφάσεων θα πρέπει να δημιουργούνται από τους διανομείς και να κοινοποιούνται επαρκώς στους οικονομικούς συμβούλους. Ο βαθμός πολυπλοκότητας, το προφίλ του κινδύνου, η ηλικία και οι πείρα πάνω στον τομέα των επενδύσεων, μπορεί να είναι οι διάφορες μεταβλητές που μπορεί να είναι χρήσιμες σε μια τέτοια εκτίμηση. Επίσης, οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι θα πρέπει να εξετάζουν πώς ένα συγκεκριμένο δομημένο προϊόν θα ταιριάζει σένα ξεχωριστό χαρτοφυλάκιο. Τα πρότυπα αυτά θα πρέπει να επανεξετάζονται σε τακτά χρονικά διαστήματα και να τροποποιούνται όποτε χρειάζεται.

9. Χρηματοοικονομικοί Σύμβουλοι και Υπεύθυνοι Κατάρτισης

Τα δομημένα προϊόντα ποικίλλουν σε μεγάλο βαθμό ως προς τους όρους, το προφίλ κινδύνου / απόδοσης, ρευστότητα / διαθεσιμότητα μιας δευτερογενούς αγορά, του ενεργητικού και μια σειρά από διάφορους παράγοντες. Ως εκ τούτου είναι σημαντικό οι οικονομικοί σύμβουλοι που αλληλεπιδρούν γενικά με διαφορετικούς επενδυτές, να έχουν επαρκή κατανόηση των δομημένων προϊόντων αλλά και να κατανοούν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά διαφορετικών δομημένων προϊόντων που προσφέρονται κατά καιρούς. Οι οικονομικοί σύμβουλοι θα πρέπει να είναι σε θέση να εξηγούν επαρκώς τα χαρακτηριστικά σε κάθε μεμονωμένο επενδυτή. Οι διανομείς θα πρέπει να παρέχουν στους οικονομικούς συμβούλους τους την αναγκαία κατάρτιση ή την πρόσβαση στην εκπαίδευση πάνω στα δομημένα προϊόντα που αφορούν τόσο τα οφέλη όσο και τους κινδύνους των προϊόντων. Θα πρέπει επίσης να σκεφτούν και την παροχή εκπαιδευτικού υλικού πάνω στα δομημένα προϊόντα γενικά με την κατάλληλο μορφή. Τέτοιου είδους εκπαίδευση θα πρέπει να προσφέρεται σε εκείνους που είναι αρμόδιοι για την εποπτεία των οικονομικών συμβούλων.

10. Εποπτεία και Συμμόρφωση

Η πώληση των δομημένων προϊόντων σε ξεχωριστούς επενδυτές, θα πρέπει να αποτελεί θέμα των εσωτερικών νομικών ελέγχων των διανομέων, καθώς και των εποπτικών διαδικασιών αναθεώρησης. Οι διανομείς θα πρέπει να έχουν τέτοιες εποπτικές διαδικασίες που να καλύπτουν τις συναλλαγές των δομημένων προϊόντων, οι οποίες θα πρέπει να περιλαμβάνουν εποπτικό προσωπικό κατάλληλο με τη φύση του συγκεκριμένου προϊόντος. Οι αρμοδιότητες των εποπτών μπορεί να περιλαμβάνουν πρακτικές πωλήσεων που συνάδουν με το προφίλ κέρδους/απώλειας, αμοιβές και επάρκεια κατάρτισης. Οι διαχειριστές που θα ασκούν την εποπτεία θα πρέπει να έχουν πρόσβαση στην κατάλληλη υπηρεσία νομικής υποστήριξης

11. Φορολογικές Συνέπειες

Οι επενδύσεις σε δομημένα προϊόντα μπορεί να έχουν φορολογικές συνέπειες για ξεχωριστούς επενδυτές, ανάλογα με τις προσωπικές τους συνθήκες και τη δικαιοδοσία της κατοικίας. Αν και συγκεκριμένες φορολογικές επιβαρύνσεις μπορούν να επισημαίνονται σε κάποιο προϊόν, οι επενδυτές θα πρέπει να συζητάνε τις συγκεκριμένες φορολογικές συνέπειες των δομημένων προϊόντων με τον λογιστή τους, το δικηγόρο φορολογικών ή άλλον επαγγελματία πάνω στα φορολογικά.

12. Post-Trade Follow-up/Product Life Cycle Issues

Οι διανομείς θα πρέπει να παρέχουν στους οικονομικούς συμβούλους τους την απαραίτητη ενημέρωση ώστε να βοηθούν τους πελάτες τους να παρακολουθούν τις επιδόσεις των δομημένων προϊόντων που έχουν επενδύσει, Να δίνουν πρόσβαση στις πληροφορίες σχετικές με τους όρους αυτών των δομημένων προϊόντων, συμπεριλαμβανομένου τη λήξη τους, τις λεπτομέρειες των πληρωμών, την τιμή στη δευτερογενή αγορά και άλλες συναφείς πληροφορίες.⁶

Πώς λειτουργούν τα Δομημένα Προϊόντα

Τα τελευταία χρόνια τα καινοτόμα επενδυτικά εργαλεία που προσφέρονται από τράπεζες και επενδυτικούς οίκους στην πελατεία τους έχουν γνωρίσει εκθετική ανάπτυξη.

⁶ Securitisation European Forum

Η σημαντική μείωση των πραγματικών επιτοκίων την τελευταία δεκαετία αλλά και η μείωση των περιθωρίων στα απλά τραπεζικά καταθετικά προϊόντα οδήγησαν στην ανάπτυξη εναλλακτικών επενδυτικών προϊόντων που αποτελούν συνδυασμό κατάθεσης/ ομολόγου εφόσον το κεφάλαιο τους είναι εγγυημένο από την τράπεζα που τα εκδίδει, ενώ ως προς την απόδοση χαρακτηρίζονται από σημαντική αβεβαιότητα. Η ποικιλία που προσφέρεται στην κατηγορία αυτή είναι απεριόριστη, Η διάρκεια τους κυμαίνεται από 6 μήνες σε 5 χρόνια, με πιο συνηθισμένη διάρκεια των 2-3 ετών (Hirshey & Nosfinger, 2006).

Η εγγύηση κεφαλαίου ποικίλλει από 95% έως 100% με συνηθέστερη την εγγύηση 100% ενώ ορισμένες εκδόσεις έχουν και ελάχιστη εγγυημένη απόδοση. Θα πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι η εγγύηση κεφαλαίου ισχύει μόνον εφόσον το προϊόν παραμείνει στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή μέχρι τη λήξη.

Η απόδοση των τίτλων προσδιορίζεται σε σχέση με συγκεκριμένο χρηματιστηριακό δείκτη ή δείκτη που καταρτίζει χρηματιστηριακός οίκος και προβλέπεται ποσοστό συμμετοχής στην απόδοση του δείκτη μεταξύ της ημερομηνίας έκδοσης και της ημερομηνίας λήξης που ποικίλλει από 20% έως 100%. Στις περιπτώσεις όπου η συμμετοχή στη δείκτη προβλέπεται στο 100%, ορίζεται ανώτατο όριο διακύμανσης, πέρα του οποίου η απόδοση δεν περιέρχεται στον επενδυτή.

Στην πραγματικότητα, η σταθερή απόδοση του κεφαλαίου που θα λάμβανε ο επενδυτής από έναν τίτλο σταθερού εισοδήματος αντίστοιχης διάρκειας, επενδύεται από τον εκδότη σε ένα ή περισσότερα παράγωγα, συνήθως δικαιώματα ή στρατηγικές δικαιωμάτων, τα οποία ανάλογα με την εξέλιξη των υποκειμενικών δεικτών μπορεί να αποδώσουν ή και να μην αποδώσουν τίποτα. Η φορολογική μεταχείριση των προϊόντων αυτών είναι ίδια με αυτή των τόκων καταθέσεων.

Όσον αφορά τη δυνατότητα εξόφλησης πριν από τη λήξη οι όροι ποικίλουν από έκδοση σε έκδοση, γενικά προσφέρεται η δυνατότητα πρόωρης ρευστοποίησης αλλά χωρίς την εγγύηση κεφαλαίου και με σημαντική αβεβαιότητα και αδιαφάνεια σχετικά με τη διαθέσιμη τιμή εξαγοράς.

Τα προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου, με τη μορφή καταθέσεων ή δομημένων τίτλων, περιλαμβάνουν και κάποιες ομάδες προϊόντων με ειδικότερα χαρακτηριστικά.

- Trackers, τίτλοι δομημένοι έτσι ώστε να ακολουθούν πιστά ένα συγκεκριμένο δείκτη ή αγαθό.
- Accelerated trackers, τίτλοι δομημένοι ώστε κατά την ανοδική φάση να ανέρχονται ταχύτερα από την υποκειμενική αξία, ενώ κατά την καθοδική πτώση να την ακολουθούν 100%
- Reverse trackers, όταν η αξία ή η απόδοση τους έχει το αντίθετο πρόσημο από την αξία του υποκείμενου δείκτη ή αγαθού.

Ωστόσο υπάρχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των προϊόντων εγγυημένου κεφαλαίου.

Χαρακτηρίζονται από χαμηλό κίνδυνο και χαμηλή απόδοση. Είναι διαθέσιμα στο ευρύ κοινό. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι προσφέρουν τη δυνατότητα καλύτερης απόδοσης σε σχέση με απλές καταθέσεις με μοναδικό κίνδυνο την απώλεια της ελάχιστης διαθέσιμης απόδοσης. Ωστόσο έχουν σημαντικά μειωμένη ρευστότητα και έλλειψη διαφάνειας στην τιμολόγησή τους καθώς δεν υπάρχει δευτερογενής αγορά και η τυχόν πρόωρη εξόφληση γίνεται σύμφωνα με τους όρους του εκδότη. Επίσης ο αλγόριθμος υπολογισμού της απόδοσης είναι ιδιαίτερα πολύπλοκος και είναι ιδιαίτερα συνηθισμένο οι ιδιώτες επενδυτές να επενδύουν χωρίς να έχουν κατανοήσει πλήρως το προϊόν, διατηρώντας βέβαια πάντα την ασφάλεια της εγγύησης κεφαλαίου θυσιάζοντας παράλληλα μικρές αλλά βέβαιες αποδόσεις.

Στα πλαίσια των αρχών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, προτείνεται από τις εκδότριες τράπεζες η κατάληξή τους σε ειδική κατηγορία λόγω διαφοροποίησης του προφίλ του κινδύνου που τα χαρακτηρίζει.

Στην πράξη είναι παράγωγα προϊόντα αφού εξορισμού η απόδοσή τους είναι συνδεδεμένη με την απόδοση κάποιου άλλου υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Επιπλέον η ποικιλία και η διαφοροποίηση των καινοτόμων δομημένων προϊόντων αποκλείει την κατάταξή τους σε μια κατηγορία, αφού η απόδοσή τους είναι συνδεδεμένη κατά περίπτωση με αγορές επιτοκίων, μετοχών, συναλλάγματος ή και αγαθών, επομένως η κάθε έκδοση κατατάσσεται αναλόγως στο αντίστοιχο τμήμα του χαρτοφυλακίου, διαφοροποιώντας έτσι το προφίλ του κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα των δομημένων προϊόντων είναι η έλλειψη διαφάνειας σχετικά με τον τρόπο τιμολόγησης τους καθώς και η έλλειψη στοιχείων για τις τελικές αποδόσεις που προσφέρουν στους επενδυτές. Ο επενδυτής δεν έχει αξιόπιστο τρόπο να αξιολογήσει την επένδυση του και να επιλέξει τον πλέον επιτυχημένο εκδότη τέτοιων προϊόντων. Η πρόβλεψη των αποδόσεων είναι αδύνατη κατά την έκδοση λόγω της φύσης και του σχεδιασμού των προϊόντων αλλά και οι εκδότες θα μπορούσαν να προσφέρουν μια εκ των υστέρων αξιολόγηση των διαφόρων εκδόσεων τους.

Η εξάπλωση των δομημένων προϊόντων έχει προσελκύσει όπως είναι φυσικό, την προσοχή των κατά τόπους εποπτικών αρχών που μεριμνούν για την προστασία του επενδυτικού κοινού χωρίς όμως να έχουν προταθεί κανόνες ή άλλες ρυθμιστικές παρεμβάσεις. Η πολυπλοκότητα αυτών των προϊόντων απαιτεί τη σωστή ενημέρωση των επενδυτών από καλά εκπαιδευμένους συμβούλους.⁷

Περιγραφή Προϊόντων

➤ *Ιχνηλάτες*

Ο ιχνηλάτης επαναλαμβάνει τις επιδόσεις ενός στοιχείου άμεσα και χωρίς μόχλευση. Σε τεχνικούς όρους, αυτό είναι ένα μηδενικό strike call, αλλά στην πραγματικότητα, είναι όπως και το αντίστοιχο τμήμα του ενεργητικού που κατέχουν άμεσα. Οι Ιχνηλάτες δίνουν στους επενδυτές ένα οικονομικώς αποδοτικό μέσο για τις συναλλαγές ενός περιουσιακού στοιχείου (όπως το νόμισμα) ή για τη διαφοροποίηση της έκθεσής τους σε ένα δείκτη. Όπως με όλα τα τιτλοποιημένα παράγωγα, οι ιχνηλάτες είναι ελεύθεροι από το τέλος χαρτοσήμου. Τα μέσα αυτά είναι συνήθως μακράς διάρκειας της, ή και χωρίς ημερομηνία, με απεριόριστη διάρκεια ζωής, και μπορεί να αναφέρεται ως ταύρος, ιχνηλάτης ή αναφοράς πιστοποιητικών.

Παράδειγμα

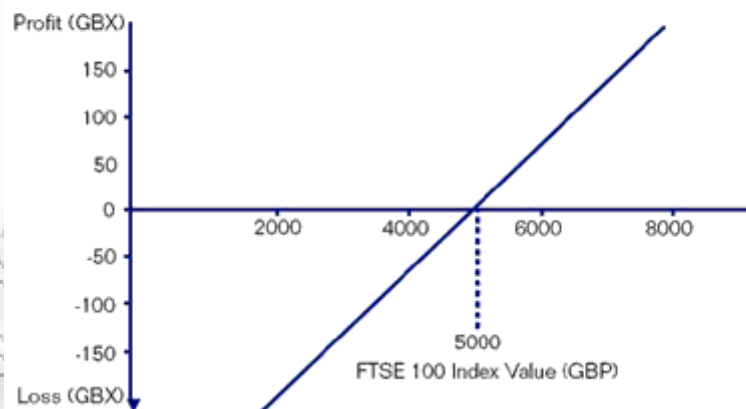
Tracker	
Issuer:	ABC Bank

⁷ www.structuredproductsonline.com

Ημερομηνία έκδοσης:	Φεβρουαρίου 2005
Ημερομηνία λήξης:	Αχρονολόγητη
Τα περιουσιακά στοιχεία:	FTSE 100 (current index level 5000)
Μετατροπή λόγου:	1000:1 (1000 ιχνηλάτες δείκτη ανά μονάδα)
Strike:	0 0
Exercise style:	Ευρωπαϊκή
Tracker priced at:	500p

Profit and loss

Fig. 1



Όπως φαίνεται από το Σχήμα 1, ο tracker επαναλαμβάνει το δείκτη ΧΩΡΙΣ μόγλευση. Σε αυτή την περίπτωση, αν ο FTSE 100 υποστεί πώση 500 μονάδες, ο ιχνηλάτης θα χάσει 50p σε αξία και αν ο FTSE 100 αυξηθεί κατά 500 μονάδες ο ιχνηλάτης θα κερδίσει 50p σε αξία.

Αν και δεν έχει καταβληθεί μέρισμα, κανένα εισόδημα δεν έχει προστεθεί στην

κεφαλαιακή αξία του tracker κατά τη διάρκεια ζωής της. Ωστόσο, όπως πάντα, οι ακριβείς όροι θα πρέπει να ελεγχθούν με τον εκδότη.

Ακολουθεί ένα ακόμη παράδειγμα - αυτή τη φορά το υποκείμενο είναι S & P 500 index. Οι Ιχνηλάτες δεν περιορίζονται σε δείκτες μετοχών, και στην πραγματικότητα μπορούν να εκδίδονται για κάθε τμήμα του ενεργητικού, ωστόσο αυτό είναι ένα χρήσιμο παράδειγμα λόγω του συναλλαγματικού κινδύνου.

Σε αυτό το παράδειγμα, ο βασικός δείκτης στον οποίο έχει εκδοθεί ο tracker έχει τιμολογηθεί σε ξένο νόμισμα, σε αυτή την περίπτωση δολάρια, και αυτό πρέπει να ληφθούν υπόψη:

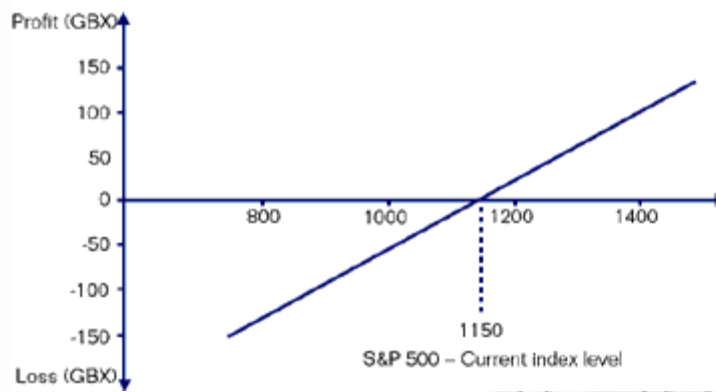
$$\begin{aligned} \text{Τιμή Tracker} &= \text{δείκτης τιμής} / \text{λόγος μετατροπής} / \text{συναλλαγματική ισοτιμίας} \\ &= 1150/100/1.85 = 1150/100/1.85 = 622p = 622p \end{aligned}$$

Όταν επενδύεις σε ιχνηλάτες που είναι βασισμένοι σε υποκείμενες αξίες που εκφράζονται σε ξένο νόμισμα, οι επενδυτές μπορούν ή δεν μπορούν να εκτεθούν σε διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ορισμένοι ιχνηλάτες ενσωματώνουν ένα στοιχείο που εξασφαλίζει στον tracker διαρκή πλήρης κάλυψη απέναντι στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Στο ενημερωτικό δελτίο και στη λήξη δεν υπάρχει μετατροπή συναλλάγματος (παρακάτω είναι ένα παράδειγμα για ένα tracker που βασίζεται στην Gold spot τιμή). Το κόστος της αντιστάθμισης κινδύνου ποικίλλει και είναι χτισμένο στην τιμή του οργάνου. Composite trackers, on the other hand, are unhedged and exposed to currency risk. Σύνθετο ιχνηλάτες, από την άλλη πλευρά, δεν είναι σταθμισμένοι και εκτίθενται σε συναλλαγματικό κίνδυνο.⁸

⁸ London Stock Exchange

Profit and loss

Fig. 2



Παράδειγμα

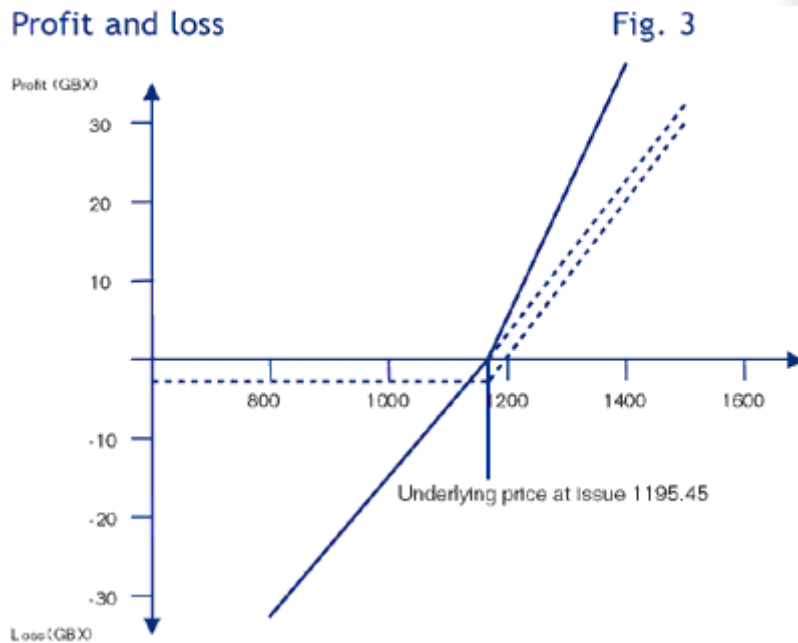
	Quanto	Σύνθετο
Χρυσός spot τιμή στο ενημερωτικό δελτίο	\$4.00	\$4.00
Ισοτιμία σε κατάλογο		\$1.75
Tracker κατάλογος τιμών	400p	229p
Χρυσός spot τιμή στην εκπνοή	\$4.50	\$4.50
Συναλλαγματική ισοτιμία κατά τη λήξη		\$1.88
Τιμή στην εκπνοή	450p	= 450/1.88
		=239p
Επιστροφή	112.5% 112,5%	104.4%

➤ *Ταχείς ιχνηλάτες*

Τα μέσα αυτά παρέχουν πρόσθετες ανάποδες επιδόσεις ενώ ταυτόχρονα διατηρούν τη σχέση 1:1 για καθοδικοί σε αντάλλαγμα για την παράδοση ρών εισοδήματος που σχετίζονται με το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο.

Παράδειγμα

Accelerated tracker	Instrument
Issuer:	ABC Τράπεζα
Issue date:	Μαρτίου 2005
Expiry date:	Μαρτίου 2006
Participation:	210%
Underlying Asset:	TOPIX Index
Underlying Price:	1195,45
Instrument Price:	£ 100, Quanto



Στο παραπάνω παράδειγμα, οι δύο διακεκομμένες γραμμές αντιπροσωπεύουν το payout προφίλ του tracker και at-the-money Call option που αποτελούν τα συστατικά στοιχεία. Η ευθεία γραμμή αντιπροσωπεύει τα κέρδη και τις ζημιές του accelerated tracker.

Στη λήξη

Με τη λήξη, ο κάτοχος του accelerated tracker έχει το δικαίωμα να:

1. Εάν η τελική τιμή του ενεργητικού είναι μεγαλύτερη ή ίση με την αρχική τιμή του ενεργητικού:

Αρχική τιμή + (αρχική τιμή x [επίπεδο συμμετοχής * αλλαγή στην υποκείμενη])

2. Αλλιώς:

Αρχική τιμή + (αρχική τιμή x αλλαγή στην υποκείμενη)

Αυτό σημαίνει ότι ο δείκτης θα πρέπει να έχει αυξηθεί κατά 10% σε αξία κατά τη λήξη, τότε ο επενδυτής θα λάβει 21% κέρδος. Στην περίπτωση αυτή, £ 121 σε μετρητά (100 + (100 x [210% x 10 %])).

Ο επενδυτής δεν χρειάζεται να ανησυχεί, για το νομισματικό κίνδυνο με το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο να έχει τιμολογηθεί σε Γιεν καθώς αυτό το προϊόν είναι Quanto και ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι αντισταθμισμένος για λογαριασμό των επενδυτών από την εκδότρια τράπεζα.

Παρ' όλα αυτά ο επενδυτής δεν αντιμετωπίζει επιπλέον κίνδυνο. Σε περίπτωση που ο δείκτης έχει μειωθεί κατά 10% κατά τη λήξη, ο επενδυτής θα έχει απώλεια της τάξης του 10%, στην περίπτωση αυτή £ 9.

➤ **Αντίστροφοι Ιχνηλάτες (reverse tracker)**

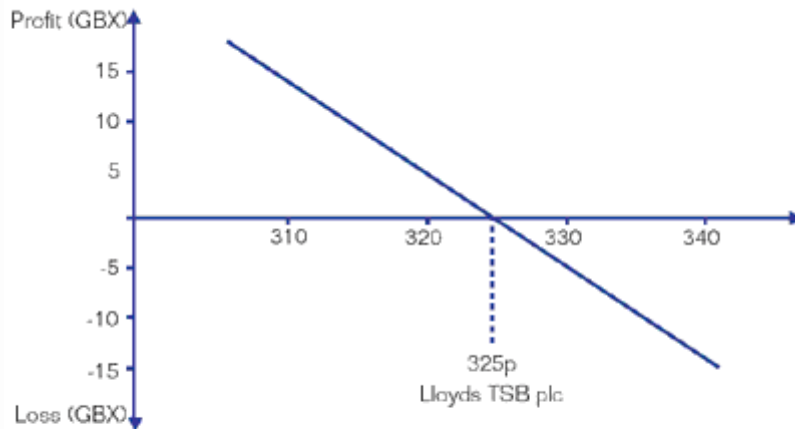
Αντίστροφοι ιχνηλάτες είναι πολύ παρόμοιο με τους κανονικούς ιχνηλάτες, αλλά έχουν αντίστροφη σχέση με το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο – όταν η τιμή του περιουσιακού στοιχείου μειώνεται τότε η τιμή του reverse tracker θα αυξάνεται. Τα προϊόντα αυτά μπορούν επίσης να αναφέρονται ως φέρουν πιστοποιητικά.

Παράδειγμα

Reverse tracker Αντίστροφη tracker	
Issuer:	ABC Bank
Issue date:	Φεβρουάριος 2005
Expiry date:	Φεβρουάριος 2010
Underlying Asset:	Lloyds TSB Plc (τρέχουσα τιμή Lloyds 475p)
Conversion ratio:	1:1
Strike:	800p
Exercise style:	Ευρωπαϊκή
Issue price:	325p

Profit and loss

Fig. 4



The price is simply calculated as follows:

$$\begin{aligned} \text{Price} &= \text{strike} - \text{underlying} \\ &= 800 - 475 \\ &= 325\text{p} \end{aligned}$$

Το πιο πάνω σχήμα δείχνει την αντίστροφη σχέση που έχει ο reverse tracker με την τιμή των Lloyds TSB Plc - αν η τιμή της μετοχής πέσει 10p, τότε του reverse tracker η τιμή θα αυξηθεί 10p και το αντίστροφο.

Στην πραγματικότητα, αυτό είναι ένα put option, αλλά τόσο deeply-in-the-money, ώστε να έχει μια γραμμική σχέση τιμής με το υποκείμενο. Ωστόσο, αν η τιμή του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου αυξηθεί δραματικά προς την τιμή άσκησης, η γραμμική σχέση θα καταρρεύσει, και στην πράξη θα παίρνει ολοένα και περισσότερο τα χαρακτηριστικά ενός προτύπου Put option.

Όπως με όλα τα trackers, δεν καταβάλλονται τα μερίσματα, αλλά κάθε εισόδημα είναι ενσωματωμένο στο κεφάλαιο των trackers κατά τη διάρκεια της ζωής του.

➤ Μπόνους Ιχνηλάτες (*bonus tracker*)

Τα μέσα αυτά έχουν κάπως πιο σύνθετες δομές σε σύγκριση με προϊόντα ορισμένου χρόνου ζωής ή των ασφαλιστικών ομολόγων. Ωστόσο, συνεχώς τιμολογούνται καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής τους και οι επενδυτές δεν αντιμετωπίζουν ποινές πρόωρης εξόφλησης. Επιπλέον, bonus trackers μπορούν να εκδίδονται ως πολύ μικρότερης διάρκειας, όταν απαιτείται.

Ένα bonus tracker είναι ένας συνδυασμός των προϊόντων που περιλαμβάνουν:

- μηδενικό strike call(ή πρότυπο tracker)
- a barrier option (down-and-out Put)

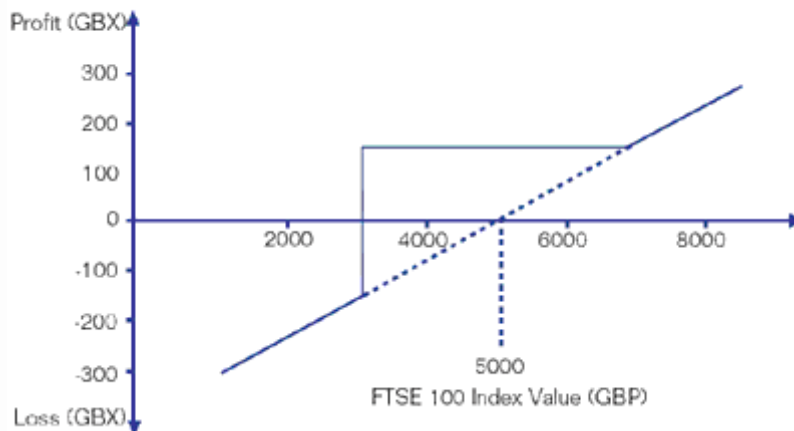
Ο tracker απλώς αναπαράγει την εκτέλεση ενός υποκείμενου χωρίς μόχλευση και θα λήξει στην αξία του μέσου δείκτη. Ένα down-and-out Put είναι ένα είδος που ονομάζεται επιλογή εμπόδιου (barrier option), η οποία παύει να υφίσταται όταν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο φθάσει σε ένα προκαθορισμένο επίπεδο (στο επόμενο παράδειγμα, 3000) και επομένως είναι φθηνότερη από μια βασική επιλογή.

Παράδειγμα

Bonus tracker	
Issuer:	ABC Τράπεζα
Issue date:	Ιανουάριος 2005
Expiry date:	Ιανουαρίος 2010
Bonus Level:	6000
Barrier level:	3000
Underlying asset:	FTSE 100
Conversion ratio:	1000:1
Issue price:	450p

Profit and loss

Fig. 5



Το παραπάνω είναι ένα παράδειγμα ενός δείκτη FTSE 100 μπόνους tracker με ένα μπόνους επίπεδο 6000 (το οποίο μεταφράζεται σε 600p λόγω της μετατροπής της αναλογίας 1000:1) και ένα φράγμα επίπεδο των 3000. Αυτό το προϊόν είναι ο συνδυασμός μηδενικού strike call (ή tracker) και ένα put option με 6000 Knock out level 3000.

Αυτό σημαίνει ότι αν ο FTSE 100 πέσει κάτω από 3.000 σε οποιοδήποτε σημείο κατά τη διάρκεια των 5 χρόνων ζωής αυτού του προϊόντος, το Put συστατικό θα επιφέρει 'knock-out' αφήνοντας το προϊόν, όπως ένα απλό tracker το οποίο θα παρακολουθεί το δείκτη FTSE 100 μέχρι τη λήξη. Ωστόσο, αν ο FTSE 100 δεν πέσει κάτω από το φράγμα του 3000, το put option θα παραμείνει και θα εγγυάται ένα ελάχιστο επίπεδο αποπληρωμής της τάξης των 6000 (δηλαδή 600p) στη λήξη του, ανεξάρτητα εάν ο δείκτης FTSE 100 είναι κατά τη λήξη (πάνω από το φράγμα επιπέδου 3000).

Στη λήξη

Στη λήξη ο δείκτης FTSE 100 κλείνει στα 4000 χωρίς να έχει πέσει κάτω των 3000 κατά τη διάρκεια της πενταετούς διάρκειας ζωής του προϊόντος. Το μηδενικό strike-call (ή tracker) έχει αξία, 400p ενώ το put έχει αξία 200p (τιμή - τελικό δείκτη), δίνοντας συνολική απόδοση 600p.

Αν, από την άλλη πλευρά, ο FTSE 100 είχε πέσει κάτω από 3000 σε οποιοδήποτε σημείο κατά τη διάρκεια ζωής του, τότε το put option δε θα ίσχυε και η συνολική

απόδοση θα ήταν απλώς ότι το zero strike call θα ήταν (ή απλού tracker) 400p.

Σε περίπτωση που το επίπεδο κλεισίματος του δείκτη FTSE 100 είναι πάνω από 6000 στη λήξη (π.χ. 7050), η συνολική απόδοση θα είναι ότι το zero strike call (ή tracker) του 705p.

➤ **Εκπρωτικοί Ιχνηλάτες (discount trackers)**

Οι discount trackers επιτρέπουν στους επενδυτές να αγοράσουν τις επιδόσεις της σε ένα περιουσιακό στοιχείο με έκπτωση στην πραγματική υποκείμενη τιμή.

Το δυναμικό κέρδους περιορίζεται σε ένα προκαθορισμένο επίπεδο (ανώτατο όριο του επιπέδου).

Ο discount tracker είναι ένας συνδυασμός των προϊόντων που περιλαμβάνουν:

- a zero strike Call (or tracker)
- writing a Call option

Ο tracker απλώς αναπαράγει την απόδοση ενός δείκτη, όπως περιγράφεται παραπάνω, χωρίς μόχλευση, και απλά θα λήξει κατά την αξία του υποκείμενου δείκτη. Πουλώντας το call option σημαίνει ότι ο επενδυτής επωφελείται από την πριμοδότηση, εξ ου και η έκπτωση. Η αισιοδοξία περιορίζεται όμως, όπως και κάθε αύξηση στην τιμή του περιουσιακού στοιχείου πάνω από την τιμή άσκησης η οποία θα ακυρωθεί από τις υποχρεώσεις που δημιουργούνται από την πώληση του Call option (Call option strike price = cap level).

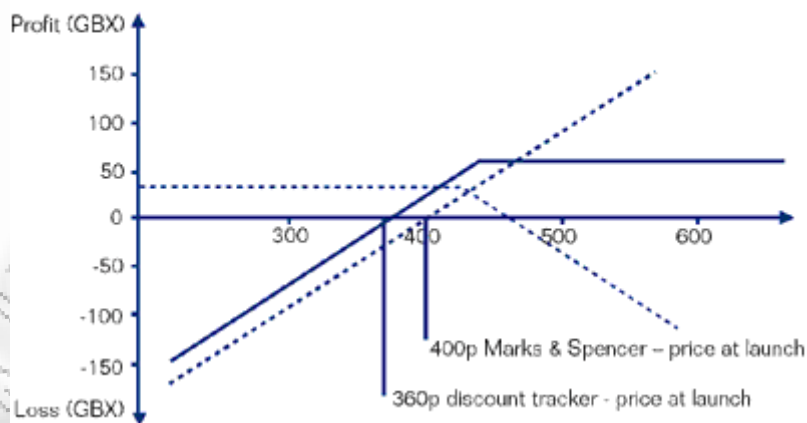
Παράδειγμα

Discount tracker	
Issuer:	ABC Τράπεζα
Issue date:	Φεβρουάριος 2005

Expiry date:	Φεβρουάριος 2006
Cap:	430p
Underlying asset:	Marks & Spenser (M&S)
Conversion ratio:	1
Underlying price:	400p
Product price:	360p (10% discount)

Profit and loss

Fig. 6



Στο παραπάνω παράδειγμα, οι δύο διακεκομμένες γραμμές αντιπροσωπεύουν τα κέρδη και τις ζημιές. Τη λήξη προφίλ του tracker και το short call option. Η στερεά γραμμή αντιπροσωπεύει τα κέρδη και τις ζημιές του προφίλ του discount tracker.

Στη λήξη

Σε περίπτωση που η αξία του M & S, αυξηθεί κατά 25% σε 500p, ο discount tracker θα φτάσει το ανώτατο όριο των 430p (αύξηση 19,4% σε αξία).

Σε περίπτωση που η αξία του M & S, αυξηθεί κατά 7% σε 428p, η αξία του discount tracker θα είναι 428p (μια αύξηση 18,9% σε αξία).

Σε περίπτωση που η αξία του M & S, πέσει κατά 20% σε 320p, η αξία του discount tracker θα μειωθεί σε 320p (αλλά λόγω της έκπτωσης της τιμής αγοράς, αυτό θα αποτελούσε μόνο μια πτώση 11,1% σε αξία).

Όπως με όλους τους ιχνηλάτες, δεν καταβάλλεται εισόδημα, αλλά, σύμφωνα με τους όρους του κάθε προϊόντος, είναι χτισμένο σε κεφάλαιο.

Οι discount trackers έχουν επίσης το ασυνήθιστο χαρακτηριστικό την εκτίμηση της αξίας καθώς ο χρόνος περνάει και όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Σε περίπτωση που το περιουσιακό στοιχείο παραμένει στατικό καθ' όλη τη διάρκεια του discount tracker (δηλαδή 0% απόδοση), ο discount tracker θα λήξει, στο παραπάνω παράδειγμα, με 10% κέρδος για τον επενδυτή.

➤ **Προστασία κεφαλαίου (capital protection)**

Τα προϊόντα προστασίας κεφαλαίου επιτρέπουν στους επενδυτές να αποκτήσουν έκθεση σε ορισμένα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία με παράλληλη προστασία του επενδεδυμένου κεφαλαίου, σε αντάλλαγμα της παράδοσης κάθε εισοδήματος που σχετίζεται με το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο. Ο βαθμός στον οποίο υπάρχει συμμετοχή κατά την άσκηση των οικονομικών στοιχείων του ενεργητικού και της προστασίας των κεφαλαίων που επενδύθηκαν, διαφέρει από προϊόν σε προϊόν. Αυτό θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από την ωριμότητα, τα προθεσμιακά επιτόκια, την απόδοση και η μεταβλητότητα των στοιχείων (αγνοώντας κάθε FX).

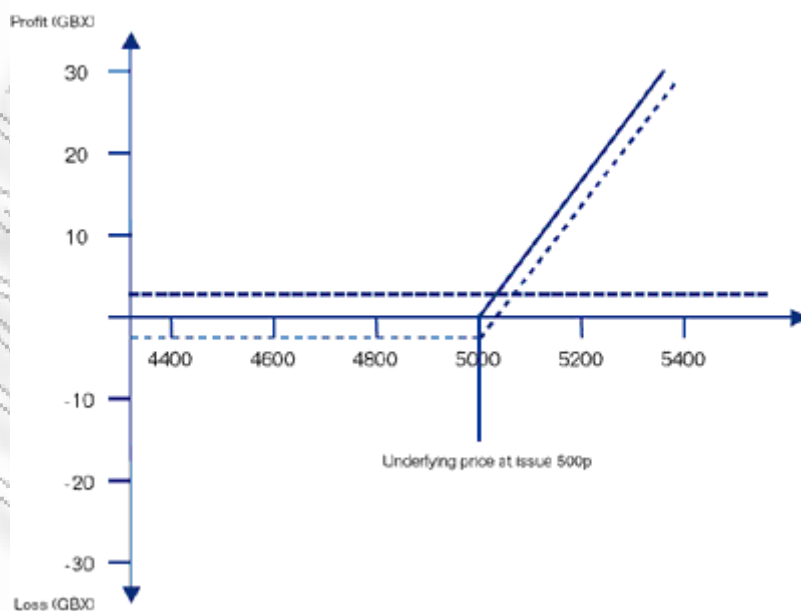
Παράδειγμα

Capital Protection	
Issuer:	ABC Τράπεζα

Issue date:	Μάρτιος 2005
Expiry date:	Μάρτιος 2008
Participation:	100%
Protection level:	100%
Underlying Asset:	FTSE 100
Underlying price:	5000
Conversion ratio:	1000:1
Instrument price:	500p

Profit and loss

Fig. 7



Όπως φαίνεται από τον παραπάνω διάγραμμα, ο επενδυτής δεν αντιμετωπίζει κίνδυνο κατά την τριετή διάρκεια της ζωής του προϊόντος, αλλά συμμετέχει σε ποσοστό 100% της οποιασδήποτε ανάποδης απόδοσης. Αυτό επιτυγχάνεται με την αγορά ομολόγων με μηδενικό κουπόνι και χρησιμοποιώντας το προεξοφλητικό από την ονομαστική τιμή να επενδύσει σε ένα call option. Το ομόλογο μηδενικού κουπονιού ωριμάζει στην ονομαστική αξία, εξασφαλίζοντας έτσι το κεφάλαιο του επενδυτή, ενώ παράλληλα το call option διατηρεί την ανάποδη έκθεση που απαιτείται.

Στη λήξη

Με τη λήξη, ο κάτοχος του οργάνου του κεφαλαίου προστασίας έχει το δικαίωμα να:

1. Εάν η τελική τιμή του ενεργητικού είναι μεγαλύτερη ή ίση με την τιμή του αρχικού υποκείμενο περιουσιακού στοιχείου:

Αρχική τιμή + (αλλαγή στην υποκείμενη / μετατροπή * συμμετοχής)

2. Διαφορετικά, οι τιμές:

α) Η αρχική τιμή/λόγος μετατροπής x επίπεδο προστασίας

β) Τελική τιμή / λόγος μετατροπής

Στην περίπτωση αυτή, ανεξάρτητα από το αν ο δείκτης πέσει στο μηδέν μέχρι τη στιγμή που το προϊόν λήγει, ο επενδυτής είναι εγγυημένο να λάβει την αρχική τιμή του προϊόντος όταν ξεκίνησε. Έτσι, μια πτώση της τάξης - 100% αντιστοιχεί σε 0% κυκλοφορίας του προϊόντος.

Αν η αύξηση του δείκτη είναι πάνω από τέσσερα χρόνια, τότε ο επενδυτής συμμετέχει πλήρως σε κάθε ανατίμηση του κεφαλαίου. Μία 15% αύξηση στον FTSE100 θα οδηγήσει σε αύξηση 15% της αξίας του προϊόντος. Ωστόσο, θα πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι τα έσοδα που αποδίδονται στο υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο έχουν δοθεί με σκοπό να επιτευχθεί αυτό το προφίλ της αποπληρωμής.⁹

⁹ London Stock Exchange

Εκδότες Δομημένων Ομολόγων



Η SG είναι μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες παγκοσμίως σύλληψης των δομημένων προϊόντων, εκδότες με 14% του συνολικού παγκοσμίου μεριδίου αγοράς για το πρώτο εξάμηνο του 2002. Η SG έχει δεσμευτεί να είναι ο μεγαλύτερος εκδότης στο Ηνωμένο Βασίλειο με αποτέλεσμα να έχει πάνω από 10 χρόνια εμπειρία πάνω στα εντάλματα διαπραγμάτευσης και την υποστήριξη μιας σειράς εξαιρετικών προϊόντων. Η SG είναι η εταιρικός και επενδυτικός κορμός της Societe Generale μια από τις 20 καλύτερες τράπεζες παγκοσμίως.¹⁰



Η Merrill Lynch είναι μια από τις μεγαλύτερες παγκοσμίως διαχείρισης πλούτου, αγορές κεφαλαίων και συμβουλευτικές εταιρείες, με γραφεία σε 40 χώρες και το συνολικό ενεργητικό της σε πελάτες φτάνει σχεδόν τα \$ 2 τρισ. Ως επενδυτική τράπεζα, είναι πρωταγωνιστική σε παγκόσμιο επίπεδο έμπορος ασφαλιστής κινητών αξιών και παραγωγών, σε ένα ευρύ φάσμα στοιχείων ενεργητικού και λειτουργεί ως στρατηγικός σύμβουλος σε εταιρείες, κυβερνήσεις, οργανισμούς και ιδιώτες. Η Merrill Lynch κατέχει περίπου το ήμισυ της Blackrock, ένας από τους μεγαλύτερους παγκοσμίως εισηγμένες εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων με περισσότερα από \$ 1 τρισ σε στοιχεία ενεργητικού υπό διαχείριση. Η Merrill Lynch προσφέρει ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών σε ιδιώτες πελάτες, μικρές επιχειρήσεις, ιδρύματα και εταιρείες, οργανώνει τις δραστηριότητές της σε δύο αλληλένδετα πεδία επιχειρηματικής δραστηριότητας - Global Markets & Investment Banking και Global Wealth Management, η οποία αποτελείται από Global Private Client και Global Investment Management.¹¹

¹⁰ London Stock Exchange

¹¹ London Stock Exchange

Goldman Sachs

Η Goldman Sachs ιδρύθηκε το 1869 είναι μια παγκόσμια επενδυτική τραπεζική, κινητές αξίες και τη διαχείριση των επενδύσεων επιχείρηση. Παρέχει ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών σε μια ουσιαστική και διαφοροποιημένη πελατειακή βάση που περιλαμβάνει εταιρείες, θεσμικούς επενδυτές, κυβερνήσεις, μη κερδοσκοπικές οργανώσεις και ιδιώτες. Η έδρα της είναι στη Νέα Υόρκη και διατηρεί γραφεία στο Λονδίνο, τη Φρανκφούρτη, το Τόκιο, το Χονγκ Κονγκ και άλλα οικονομικά κέντρα ανά τον κόσμο. Οι αρχές της επιχείρησης, έχουν τις ρίζες τους στην ακεραιότητα, τη δέσμευση για την αριστεία και την καινοτομία.

Προσφέρει ένα ευρύ φάσμα δομημένων προϊόντων των χρηματιστηριακών αγορών σε όλη την Ευρώπη και συνεργάζονται με τους πελάτες τους ώστε να δημιουργήσουν τις δομημένες λύσεις που αναζητούν. Η Goldman Sachs βρίσκεται στην Ευρωπαϊκή αγορά ενταλμάτων πάνω από 15 χρόνια. Η Goldman Sachs, επίσης, ήταν η πρώτη ξένη εκδότρια των ενταλμάτων στην Ιαπωνία και έχει ηγετική θέση στην αγορά από την έναρξή του.¹²



Η Royal Bank of Scotland plc, RBS, ιδρύθηκε το 1727, είναι ένας από τους μεγαλύτερους ομίλους χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στον κόσμο και έχει ηγετικό ρόλο στη λιανική τραπεζική στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η διευρυμένη RBS Group είναι πλέον εγκατεστημένη σε περισσότερες από 50 χώρες και εξυπηρετεί περισσότερους από 40 εκατομμύρια πελάτες παγκοσμίως. Η έναρξη της RBS σηματοδοτεί την πρώτη φορά που μια βρετανική λιανική τραπεζική έχει προσφέρει τη δέσμευσή της για την αγορά αυτή, με την έκδοση αυτών των προϊόντων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Με τη δύναμη της RBS Group και την πείρα στις ευρωπαϊκές αγορές παρέχουν πρόσβαση σε ένα ευρύ φάσμα δυνατοτήτων που προσφέρει η αγορά.¹³

¹² London Stock Exchange

¹³ London Stock Exchange

Παραδείγματα Δομημένων Προϊόντων

Callable Range Accrual (EYR) 38: Είναι μια προθεσμιακή κατάθεση υπό όρο πρόωρης εξόφλησης, μέγιστης διάρκειας πέντε ετών σε euro με απόδοση συνδεδεμένη με το διατραπεζικό επιτόκιο ευρώ εξαμήνου (6M Euribor) καθώς και την ισοτιμία ευρώ έναντι δολαρίου Η.Π.Α (EYR/USD). Ο επενδυτής λαμβάνει κάθε τρεις μήνες μία κυμαινόμενη ετησιοποιημένη απόδοση έως και 3,50% το πρώτο έτος, έως και 3,75% το δεύτερο έτος, έως και 4,00% το τρίτο έτος, έως και 4,50% το τέταρτο έτος και έως και 5,00% το πέμπτο έτος, ανάλογα με τον αριθμό των ημερών ποτ το 6M Euribor και η ισοτιμία EUR/USD βρίσκονται εντός συγκεκριμένου εύρους.

Η τράπεζα διατηρεί το δικαίωμα να προεξοφλήσει την κατάθεση στο σύνολό της την 10^η Αυγούστου 2005 και κάθε τρίμηνο στη συνέχεια, καταβάλλοντας στον επενδυτή το 100% του αρχικού κεφαλαίου, καθώς και το ποσό που αντιστοιχεί στο αντάλλαγμα για την περίοδο.

Το κεφάλαιο είναι 100% εγγυημένο στη λήξη.

Ενδεικτικοί Όροι Επένδυσης:

Νόμισμα:	Ευρώ
Μέγιστη Διάρκεια:	5 έτη
Ελάχιστο ποσό επένδυσης:	Eur 10.000,00
Περίοδος εγγραφών:	3-10 Μαΐου (με σειρά προτεραιότητας)
Υποκείμενες αξίες:	Διατραπεζικό επιτόκιο Ευρώ εξαμήνου (6 month euribor) όπως δημοσιεύεται καθημερινά στη σελίδα Reuters <Euribor01>, ισοτιμία ευρώ/δολάριο Η.Π.Α, όπως δημοσιεύεται καθημερινά στη σελίδα Reuters <ECB37>

Ημερομηνία Έναρξης: 10 Μαΐου 2005

Ημερομηνία Λήξης: 10 Μαΐου 2010

Ημέρες Πληρωμής Ανταλλάγματος: Ανά τρεις μήνες, στις 10 Αυγούστου, 10 Νοεμβρίου, 10 Φεβρουαρίου και 10 Μαΐου κάθε έτους, με το πρώτο αντάλλαγμα στις 10 Αυγούστου 2005 και το τελευταίο την Ημέρα Λήξης, Αν η Ημέρα Πληρωμής Ανταλλάγματος δεν είναι εργάσιμη, τότε η Πληρωμή Ανταλλάγματος γίνεται την αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα.

Αντάλλαγμα ετησιοποιημένο ανά περίοδο παρατήρησης:

Περίοδοι 1-4: 3,50% * n/360

Περίοδοι 5-8: 3,75% * n/360

Περίοδοι 9-12: 4,00% * n/360

Περίοδοι 13-16: 4,50% * n/360

Περίοδοι 17-20: 5,00% * n/360

Όπου n είναι ο αριθμός των ημερών όπου το 6 month Euribor και η ισοτιμία EUR/USD βρίσκονται εντός του προκαθορισμένου εύρους διακύμανσης την αντίστοιχη περίοδο παρατήρησης.

Δικαίωμα Πρόωρης Λήξης: Η τράπεζα έχει το δικαίωμα την ημέρα λήξης της πρώτης περιόδου παρατήρησης (δηλαδή τη 10^η Αυγούστου 2005) και κάθε περίοδο παρατήρησης κατόπιν βέβαια αυτής, να προεξοφλήσει την κατάθεση στο σύνολό της, καταβάλλοντας στον επενδυτή το 100% του αρχικού κεφαλαίου, καθώς και το ποσό που

αντιστοιχεί στο αντάλλαγμα για την περίοδο. Στην περίπτωση αυτή η τράπεζα θα ειδοποιήσει τον επενδυτή με οποιονδήποτε τρόπο σε διάστημα 3 εργάσιμων ημερών πριν την αντίστοιχη ημέρα πληρωμής ανταλλάγματος.

Πρόωρη Εξόφληση:

Πρόωρη εξόφληση δύναται να συνεπάγεται ενδεχόμενη απώλεια μέρος ή του συνόλου του τυχόν ανταλλάγματος και ενδεχόμενη απώλεια μέρος του κεφαλαίου κατάθεσης μέχρι ποσού που αντιστοιχεί στο αρχικό κεφάλαιο μειωμένο έως και 10% ένα η εξόφληση γίνει κατά τη διάρκεια των περιόδων παρατήρησης 1 έως και 4, 7,5% εάν η εξόφληση γίνει κατά τη διάρκεια των περιόδων παρατήρησης 5 έως και 12, 5,00% ένα η εξόφληση γίνει κατά τη διάρκεια των περιόδων παρατήρησης 13 έως και 16 και 2,50% ένα η εξόφληση γίνει κατά τη διάρκεια των περιόδων παρατήρησης 17 έως και 20.

	Ημέρα Έναρξης	Ημέρα Λήξης	Εύρος Διακύμανσης 6Μ Euribor	Εύρος Διακύμανσης ισοτιμίας Eur/USD
Περίοδος 1	10 Μαΐου 2005	10 Αυγούστου 2005	0,00% - 3,00%	0 – 1,4500
Περίοδος 2	10 Αυγούστου 2005	10 Νοεμβρίου 2005		

Περίοδος 3	10 Νοεμβρίου 2005	10 Φεβρουαρίου 2005		
Περίοδος 4	10 Φεβρουαρίου 2005	10 Μαΐου 2006		
Περίοδος 5	10 Μαΐου 2006	10 Αυγούστου 2006		
Περίοδος 6	10 Αυγούστου 2006	10 Νοεμβρίου 2006	0,00% -	0 -
Περίοδος 7	10 Νοεμβρίου 2006	10 Φεβρουαρίου 2007	3,50%	1,4500
Περίοδος 8	10 Φεβρουαρίου 2007	10 Μαΐου 2007		
Περίοδος 9	10 Μαΐου 2007	10 Αυγούστου 2007		
Περίοδος 10	10 Αυγούστου 2007	10 Νοεμβρίου 2007	0,00% -	0 -
Περίοδος 11	10 Νοεμβρίου 2007	10 Φεβρουαρίου 2008	4,00%	1,4500
Περίοδος 12	10 Φεβρουαρίου 2008	10 Μαΐου 2008		
Περίοδος 13	10 Μαΐου 2008	10 Αυγούστου 2008		
Περίοδος 14	10 Αυγούστου 2008	10 Νοεμβρίου 2008	0,00% -	0 -
Περίοδος 15	10 Νοεμβρίου 2008	10 Φεβρουαρίου 2009	4,25%	1,4500
Περίοδος 16	10 Φεβρουαρίου 2009	10 Μαΐου 2009		
Περίοδος 17	10 Μαΐου 2009	10 Αυγούστου 2009		
Περίοδος 18	10 Αυγούστου 2009	10 Νοεμβρίου 2010	0,00% -	0 -
Περίοδος 19	10 Νοεμβρίου 2010	10 Φεβρουαρίου 2010	4,50%	1,4500
Περίοδος 20	10 Φεβρουαρίου 2010	10 Μαΐου 2010		

Για να γίνουν πιο κατανοητά τα παραπάνω ακολουθούν υποθετικά παραδείγματα:

Υποθετικό Παράδειγμα 1			
Αρχική τιμή 6M Euribor = 2,157%, Αρχική Τιμή EUR/USD = 1,2990			
Περίοδος	Αριθμός Ημερών	Συνολικός Αριθμός	Ετησιοποιημένο

Παρατήρησης	όπου το 6Μ Euribor και η ισοτιμία EUR/USD είναι εντός του αντίστοιχου εύρους	Ημερών Περιόδου Παρατήρησης	Αντάλλαγμα Περίόδου
Περίοδος 1	92	92	3,50%
Περίοδος 2	92	92	3,50%
Περίοδος 3	92	92	3,50%
Περίοδος 4	89	89	3,50%
Περίοδος 5	92	92	3,75%
Περίοδος 6	92	92	3,75%
Περίοδος 7	94	94	3,75%
Περίοδος 8	87	87	3,75%
Περίοδος 9	92	92	4,00%
Περίοδος 10	94	94	4,00%
Περίοδος 11	91	91	4,00%
Περίοδος 12	91	91	4,00%
Περίοδος 13	91	91	4,50%
Περίοδος 14	91	91	4,50%
Περίοδος 15	92	92	4,50%
Περίοδος 16	90	90	4,50%
Περίοδος 17	91	91	5,00%
Περίοδος 18	92	92	5,00%

Περίοδος 19	92	92	5,00%
Περίοδος 20	92	89	5,00%

Υποθετικό Παράδειγμα 2

Αρχική τιμή 6Μ Euribor = 2,157%, Αρχική Τιμή EUR/USD = 1,2990

Περίοδος Παρατήρησης	Αριθμός Ημερών όπου το 6Μ Euribor και η ισοτιμία EUR/USD είναι εντός του αντίστοιχου εύρους	Συνολικός Αριθμός Ημερών Περιόδου Παρατήρησης	Ετησιοποιημένο Αντάλλαγμα Περιόδου
Περίοδος 1	92	92	3,50%
Περίοδος 2	92	92	3,50%
Περίοδος 3	92	92	3,50%
Περίοδος 4	89	89	3,50%
Περίοδος 5	92	92	3,75%
Περίοδος 6	92	92	3,75%

Στις 10 Νοεμβρίου 2006, η Τράπεζα ασκεί το δικαίωμα να προεξοφλήσει πρόωρα την κατάθεση στο σύνολό της, επιστρέφοντας το αρχικό κεφάλαιο στον επενδυτή και το αντάλλαγμα της περιόδου 6 (3,75%).

Υποθετικό Παράδειγμα 3

Αρχική τιμή 6Μ Euribor = 2,157%, Αρχική Τιμή EUR/USD = 1,2990

Περίοδος	Αριθμός Ημερών	Συνολικός Αριθμός	Ετησιοποιημένο
----------	----------------	-------------------	----------------

Παρατήρησης	όπου το 6Μ Euribor και η ισοτιμία EUR/USD είναι εντός του αντίστοιχου εύρους	Ημερών Περιόδου Παρατήρησης	Αντάλλαγμα Περίόδου
Περίοδος 1	61	92	2,32%
Περίοδος 2	0	92	0,00%
Περίοδος 3	0	92	0,00%
Περίοδος 4	0	89	0,00%
Περίοδος 5	0	92	0,00%
Περίοδος 6	0	92	0,00%
Περίοδος 7	0	94	0,00%
Περίοδος 8	0	87	0,00%
Περίοδος 9	0	92	0,00%
Περίοδος 10	0	94	0,00%
Περίοδος 11	0	91	0,00%
Περίοδος 12	0	91	0,00%
Περίοδος 13	0	91	0,00%
Περίοδος 14	0	91	0,00%
Περίοδος 15	0	92	0,00%
Περίοδος 16	0	90	0,00%
Περίοδος 17	0	91	0,00%
Περίοδος 18	0	92	0,00%

Περίοδος 19	0	92	0,00%
Περίοδος 20	0	89	0,00%

Ακολουθεί μια πραγματική επένδυση για το Callable Range Accrual (EUR) 38-39-40 διάρκειας 5 ετών ανακαλούνται 3 χρόνια και 9 μήνες μετά την ημέρα έναρξης επιστρέφοντας το 100% του κεφαλαίου. Το αρχικό ποσό κατάθεσης ήταν EUR 10.000,00 (λήγουν EUR 592,13). Για την τρέχουσα περίοδο λογισμικού τόκου το επιτόκιο είναι 3,962% (ετησιοποιημένο). Στις 10/02 2009 οι πελάτες θα εισπράξουν το κεφάλαιο της επένδυσής τους καθώς και τους τελευταίους τόκους.

Παρατίθεται πίνακας με τις πληρωμές του προϊόντος από την έναρξη του στις 10/05/2005. Το μέσο ετήσιο επιτόκιο ήταν 1,50% (προ φόρων) ενώ το IRR της επένδυσης ήταν 1,55%. Σαν μέτρο σύγκρισης στην έναρξη της κατάθεσης το επιτόκιο για 3,75 χρόνια με βάση την καμπύλη των swaps ήταν 2,73%, το 3M Euribor ήταν 2,125% ενώ το μέσο 3M Euribor κατά το διάστημα της κατάθεσης ήταν 3,647%.

Ημερομηνίες Πληρωμής Κουπονιών	Επιτόκιο	Πληρωμές για Επένδυση USD 10.000,00 στις 30/01/2009
10 Αυγούστου 2005	3,50%	EUR 8,944.4
10 Νοεμβρίου 2005	3,50%	EUR 8,944.4
10 Φεβρουαρίου 2006	3,50%	EUR 8,944.4
10 Μαΐου 2006	2,988764%	EUR 7,388.9
10 Αυγούστου 2006	3,75%	EUR 9,583.3
10 Νοεμβρίου 2006	1,304348%	EUR 3,333.3
12 Φεβρουαρίου 2007	0,00%	EUR 0
10 Μαΐου 2007	0,00%	EUR 0
10 Αυγούστου 2007	0,00%	EUR 0

12 Νοεμβρίου 2007	0,00%	EUR 0
11 Φεβρουαρίου 2008	0,00%	EUR 0
12 Μαΐου 2008	0,00%	EUR 0
11 Αυγούστου 2008	0,00%	EUR 0
10 Νοεμβρίου 2008	0,00%	EUR 0
10 Φεβρουαρίου 2009	3,962%	EUR 10,125.1
Μέσο Επιτόκιο:	1,50%	
IRR:	1,55%	
Άθροισμα κουπονιών:		EUR 57,263,8

Crescendo (USD) II : Είναι ένα ομόλογο έκδοσης του προγράμματος EMTN της εταιρείας Cayman Islands Ltd υπό όρο προεξόφλησης, μέγιστης διάρκειας 10 ετών σε USD, με απόδοση συνδεδεμένη με το διατραπεζικό επιτόκιο Δολάριο ΗΠΑ 6 μηνών (6M USD Libor). Κατά το πρώτο έτος της επένδυσης, ο επενδυτής λαμβάνει κάθε έξι μήνες ένα σταθερό εγγυημένο κουπόνι 6,50% ετησιοποιημένο. Για τα επόμενα έτη ο επενδυτής λαμβάνει κάθε έξι μήνες ένα κυμαινόμενο κουπόνι το οποίο εξαρτάται από το κουπόνι της προηγούμενης περιόδου, καθώς και το 6M USD Libor στην αρχή κάθε εξαμήνου.

Ο εκδότης του ομολόγου διατηρεί το δικαίωμα να προεξοφλήσει τους τίτλους στο σύνολό τους από το πρώτο εξάμηνο (συγκεκριμένα την πρώτη ημέρα πληρωμής κουπονιού) και κάθε εξάμηνο στη συνέχεια, καταβάλλοντας στον κάτοχο του τίτλου το 100% του αρχικού κεφαλαίου, καθώς και το ποσό που αντιστοιχεί στο κουπόνι για την περίοδο.

Το αρχικό κεφάλαιο είναι 100% εγγυημένο στη λήξη.

Ενδεικτικοί Όροι Επένδυσης:

Τύπος Επένδυσης:

Ομόλογο (Euro Medium Term Note EMTN)

Νόμισμα:	Δολάριο ΗΠΑ
Μέγιστη Διάρκεια:	10 έτη
Μέγεθος Έκδοσης:	USD 10.000,000.00
Υποκείμενη αξία (R):	Το Διατραπεζικό επιτόκιο Δολάριο ΗΠΑ εξαμήνου (6 Month USD Libor) όπως δημοσιεύεται την Ημέρα Έναρξης κάθε Περιόδου Παρατήρησης.
Ημερομηνία Έναρξης:	25 Φεβρουαρίου 2004
Ημερομηνία Λήξης:	25 Φεβρουαρίου 2014
Ονομαστική Αξία Μονάδας:	USD 50,000.00
Τιμή Έκδοσης:	100% της Ονομαστικής Αξίας
Ημέρες Πληρωμής Κουπονιού:	Ανά έξι μήνες, στις 25 Αυγούστου και 25 Φεβρουαρίου κάθε έτος, με το πρώτο κουπόνι στις 25 Αυγούστου 2004 και το τελευταίο την Ημέρα Λήξης. Αν η ημέρα πληρωμής κουπονιού δεν είναι εργάσιμη, τότε η πληρωμή του κουπονιού γίνεται την αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα.
Δικαίωμα Πρόωρης Λήξης:	Ο εκδότης έχει το δικαίωμα την Ημέρα Λήξης κάθε περιόδου παρατήρησης να προεξοφλήσει τους τίτλους στο σύνολο της έκδοσης, καταβάλλοντας στον επενδυτή το 100% του αρχικού κεφαλαίου, καθώς και το ποσό που αντιστοιχεί στο κουπόνι για την περίοδο. Στην περίπτωση αυτή, η τράπεζα θα ειδοποιήσει τον επενδυτή σε διάστημα 3 εργάσιμων ημερών πριν την αντίστοιχη Ημέρα Πληρωμής Κουπονιού.

Εντολοδόχος Υπολογισμού:

JPMorganChase Bank, New York

Για να γίνουν πιο κατανοητά τα παραπάνω ακολουθούν υποθετικά παραδείγματα:

Περίοδος Παρατήρησης	6Μ USD Libor την Ημέρα Έναρξης της Περιόδου	Ετησιοποιημένο Αντάλλαγμα Περιόδου
Περίοδος 1		6,50% εγγυημένο
Περίοδος 2		6,50% εγγυημένο
Περίοδος 3	2,25%	7,75%
Περίοδος 4	2,40%	8,85%
Περίοδος 5	2,65%	9,95%
Περίοδος 6	2,99%	10,71%
Περίοδος 7	3,10%	11,61%
Περίοδος 8	3,30%	12,31%
Περίοδος 9	3,33%	13,23%
Περίοδος 10	3,55%	13,93%
Περίοδος 11	3,77%	14,66%
Περίοδος 12	4,10%	15,06%
Περίοδος 13	4,44%	15,37%
Περίοδος 14	4,87%	15,25%
Περίοδος 15	4,90%	15,35%
Περίοδος 16	5,30%	15,05%
Περίοδος 17	5,45%	15,10%

Περίοδος 18	6,05%	14,55%
Περίοδος 19	6,30%	14,75%
Περίοδος 20	6,50%	14,75%

Υποθετικό Παράδειγμα 2		
Αρχική τιμή 6M USD Libor = 1,16%		
Περίοδος Παρατήρησης	6M USD Libor την Ημέρα Έναρξης της Περιόδου	Ετησιοποιημένο Αντάλλαγμα Περιόδου
Περίοδος 1		6,50% εγγυημένο
Περίοδος 2		6,50% εγγυημένο
Περίοδος 3	1,55%	8,45%
Περίοδος 4	1,63%	10,32%
Περίοδος 5	1,88%	12,19%
Περίοδος 6	2,01%	13,93%
Στις 26 Φεβρουαρίου 2007, ο εκδότης ασκεί το δικαίωμα να προεξοφλήσει πρόωρα τους τίτλους στο σύνολό τους, επιστρέφοντας το αρχικό κεφάλαιο στον επενδυτή και το κουπόνι της περιόδου 6.		

Περίοδοι παρατήρησης και κουπόνια.

	Ημέρα Έναρξης	Ημέρα Λήξης	Ετησιοποιημένο Κουπόνι (Ci)
Περίοδος 1	25 Φεβρουαρίου 2004	25 Αυγούστου 2004	C1=6.50%
Περίοδος 2	25 Αυγούστου	25 Φεβρουαρίου	C1=6.50%

	2004	2005	
Περίοδος 3	25 Φεβρουαρίου 2005	25 Αυγούστου 2005	$C3 = \text{Max}(C2 + 3.50\% - R, 0\%)$
Περίοδος 4	25 Αυγούστου 2005	27 Φεβρουαρίου 2006	$C4 = \text{Max}(C3 + 3.50\% - R, 0\%)$
Περίοδος 5	27 Φεβρουαρίου 2006	25 Αυγούστου 2006	$C5 = \text{Max}(C4 + 3.75\% - R, 0\%)$
Περίοδος 6	25 Αυγούστου 2006	26 Φεβρουαρίου 2007	$C6 = \text{Max}(C5 + 3.75\% - R, 0\%)$
Περίοδος 7	26 Φεβρουαρίου 2007	27 Αυγούστου 2007	$C7 = \text{Max}(C6 + 4.00\% - R, 0\%)$
Περίοδος 8	27 Αυγούστου 2007	25 Φεβρουαρίου 2008	$C8 = \text{Max}(C7 + 4.00\% - R, 0\%)$
Περίοδος 9	25 Φεβρουαρίου 2008	25 Αυγούστου 2008	$C9 = \text{Max}(C8 + 4.25\% - R, 0\%)$
Περίοδος 10	25 Αυγούστου 2008	25 Φεβρουαρίου 2009	$C10 = \text{Max}(C9 + 4.25\% - R, 0\%)$
Περίοδος 11	25 Φεβρουαρίου 2009	25 Αυγούστου 2009	$C11 = \text{Max}(C10 + 4.50\% - R, 0\%)$
Περίοδος 12	25 Αυγούστου 2009	25 Φεβρουαρίου 2010	$C12 = \text{Max}(C11 + 4.50\% - R, 0\%)$
Περίοδος 13	25 Φεβρουαρίου 2010	25 Αυγούστου 2010	$C13 = \text{Max}(C12 + 4.75\% - R, 0\%)$
Περίοδος 14	25 Αυγούστου 2010	25 Φεβρουαρίου 2011	$C14 = \text{Max}(C13 + 4.75\% - R, 0\%)$
Περίοδος 15	25 Φεβρουαρίου 2011	25 Αυγούστου 2011	$C15 = \text{Max}(C14 + 5.00\% - R, 0\%)$
Περίοδος 16	25 Αυγούστου 2011	25 Φεβρουαρίου 2012	$C16 = \text{Max}(C15 + 5.00\% - R, 0\%)$
Περίοδος 17	25 Φεβρουαρίου 2012	25 Αυγούστου 2012	$C17 = \text{Max}(C16 + 5.50\% - R, 0\%)$
Περίοδος 18	25 Αυγούστου	25 Φεβρουαρίου	$C18 = \text{Max}(C17 + 5.50\% -$

	2012	2013	R,0%)
Περίοδος 19	25 Φεβρουαρίου 2013	25 Αυγούστου 2013	$C19 = \text{Max}(C18 + 6.50\% - R, 0\%)$
Περίοδος 20	25 Αυγούστου 2013	25 Φεβρουαρίου 2014	$C20 = \text{Max}(C19 + 6.50\% - R, 0\%)$

Δευτερογενής Αγορά:

Σε κανονικές συνθήκες η τράπεζα θα παρέχει τιμές αγοράς των ομολόγων με προμήθεια 0.50% από τη μέση τιμή των ομολόγων, η οποία ενδέχεται να είναι χαμηλότερη από 100% της ονομαστικής αξίας.

Εκκαθαριστής:

Cedel

Διαχειριστής Πληρωμών:

Deutech Bank AG, London

Εφαρμοστέο Δίκαιο:

Αγγλικό

Ακολουθεί μια πραγματική επένδυση για το Crescendo (USD) II διάρκειας 10 ετών ανακαλείται 5 χρόνια μετά την ημέρα έναρξης επιστρέφοντας το 100% της ονομαστικής του αξίας. Το συνολικό ποσό της έκδοσης ήταν USD 9,000,000. Για την τρέχουσα περίοδο λογισμού τόκου το τοκομερίδιο είναι 2.91811% (τησιοποιημένο). Στις 25/02/2009 οι πελάτες θα εισπράξουν το κεφάλαιο της επένδυσής τους καθώς και το τελευταίο τοκομερίδιο.

Παρατίθεται πίνακας με τις πληρωμές κουπονιών του προϊόντος από την έναρξη του στις 25/02/2004. Το μέσο ετήσιο κουπόνι ήταν 4.206% (προ φόρων) ενώ το IRR της επένδυσης ήταν 4.367%. Σαν μέτρο σύγκρισης το 6M Libor στην έναρξη του προϊόντος ήταν 1.17%, το μέσο 6M Libor κατά το διάστημα της επένδυσης ήταν 3.85%. Το προϊόν έφτασε να έχει Mark-to-Market ίσο με 67% της ονομαστικής του αξίας τον Ιούνιο 2006.

Ημερομηνίες Πληρωμής Κουπονιών	Επιτόκιο	Πληρωμές για Επένδυση USD 1.000.000,00 στις 24/02/2009
---	-----------------	---

25 Αυγούστου 2004	6,50%	\$16,250
25 Φεβρουαρίου 2005	6,50%	\$16,250
25 Αυγούστου 2005	6,8875%	\$17,219
25 Φεβρουαρίου 2006	6,33437%	\$15,836
25 Αυγούστου 2006	5,12062%	\$12,802
26 Φεβρουαρίου 2007	3,41062%	\$8,527
28 Αυγούστου 2007	2,02249%	\$5,056
25 Φεβρουαρίου 2008	0,59124%	\$1,478
26 Αυγούστου 2008	1,77061%	\$4,427
25 Φεβρουαρίου 2009	2,91811%	\$7,925
Μέσο Επιτόκιο:	20650%	
IRR:	4,367%	
Άθροισμα κουπονιών:		\$105,139

5 Year Callable CMS Ratio Floater Note (EUR)

Εκδότης: Bank

Εγγυητής: Bank

Τύπος: EMTN (Εγγύηση κεφαλαίου στη λήξη 100%)

Λήξη: 5 Έτη

Νόμισμα: EUR

Υποκείμενο: EUR CMS 10Y, EYR CMS 2Y

Ανάκληση: Τριμηνιαία στο 100%

Τόκος: Τριμηνιαία

Q1-6: 5,25%

Q7-20: (EUR CMS 10Y/EUR CMS 2Y – 103,25%) με μέγιστο το 6,00% και ελάχιστο το 1%

Παραδείγματα υποθετικών κουπονιών για διαφορετικά επίπεδα κλίσης της καμπύλης

EUR CMS:

CMS10	CMS2	Spread	Coupon
4,17%	4,06%	0,11%	1,00%
4,16%	4,01%	0,15%	1,00%
4,15%	3,96%	0,19%	1,55%
4,14%	3,91%	0,23%	2,63%
4,13%	3,86%	0,27%	3,74%
4,12%	3,81%	0,31%	4,89%
4,11%	3,76%	0,35%	6,00%
4,10%	3,71%	0,39%	6,00%
4,09%	3,66%	0,43%	6,00%
4,08%	3,61%	0,47%	6,00%
4,07%	3,56%	0,51%	6,00%
4,06%	3,51%	0,55%	6,00%
4,05%	3,46%	0,59%	6,00%
4,04%	3,41%	0,63%	6,00%
4,03%	3,36%	0,67%	6,00%

GLG Prescient Alpha Fund Note (EUR)

Εκδότης: Bank

Εγγυητής:	Bank
Τύπος:	EMTN (Εγγύηση κεφαλαίου στη λήξη 10)
Νόμισμα:	EUR
Δυναμικό καλάθι:	Περιλαμβάνει zero-coupon bonds και μερίσματα (Euro Class E) από GLG Prescient Alpha Fund από Hedge Funds (ο στόχος των ετήσιων αποδόσεων είναι 10%-20% με διακύμανση 3%-5%)
Έκθεση του Fund:	Το μικρότερο 25% το μεγαλύτερο 200%
Κουπόνι:	Μεγαλύτερο (50% * Dynamic Basket Appreciation, 0%) (Ετήσια, 30/360)
Στη Λήξη:	Αρχικό κεφάλαιο * μέγιστο (100% NAV από το Dynamic Basket)

Έτος	2003	2004	2005	2006
Ιανουάριος		1,17%	0,15%	1,62%
Φεβρουάριος		0,65%	0,82%	0,11%
Μάρτιος		1,82%	-0,76%	2,08%
Απρίλιος		0,00%	-1,36%	
Μάιος		-1,15%	-0,16%	
Ιούνιος		0,37%	1,51%	
Ιούλιος		-0,71%	0,97%	
Αύγουστος		-0,12%	0,58%	
Σεπτέμβριος	1,78%	-0,01%	1,59%	
Οκτώβριος	0,66%	0,64%	-1,55%	
Νοέμβριος	-0,90%	1,25%	1,02%	
Δεκέμβριος	1,63%	0,80%	1,75%	
	4,03%	4,76%	4,58%	3,85%

Quanto Autocallable Steepener (EUR)

10Y Steepener συνδεδεμένο με \$CMS10Y-\$CMS2Y σε EUR

Τύπος: EMTN

Εκδότης: BANK (Εγγύηση κεφαλαίου στη λήξη)

Ανάκληση: Y1 104,25% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y2 108,50% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y3 112,75% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y4 117,00% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y5 121,25% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y6 125,50% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y7 129,75% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y8 134,00% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y9 138,50% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

Y10 142,50% αν $CMS10Y-CMS2Y \geq 1,10\%$

\$CMS2Y, \$CMS10Y είναι το USD σταθερής διάρκειας swaps για 2 και 10 χρόνια αντίστοιχα και παρατηρούνται από την αρχή της περιόδου. Όλες οι πληρωμές είναι σε νόμισμα EUR.

Quanto Autocallable Steepener (EUR) II

7Y Steepener συνδεδεμένο με \$CMS10Y-\$CMS2Y σε EUR

Τύπος: EMTN

Εκδότης: BANK (Εγγύηση κεφαλαίου στη λήξη)

Ανάκληση: Y1 104,00% αν $CMS_{10Y} - CMS_{2Y} \geq 0,90\%$

Y2 108,00% αν $CMS_{10Y} - CMS_{2Y} \geq 0,90\%$

Y3 112,00% αν $CMS_{10Y} - CMS_{2Y} \geq 0,90\%$

Y4 116,00% αν $CMS_{10Y} - CMS_{2Y} \geq 0,90\%$

Y5 120,00% αν $CMS_{10Y} - CMS_{2Y} \geq 0,90\%$

Y6 124,00% αν $CMS_{10Y} - CMS_{2Y} \geq 0,90\%$

Y7 128,75% αν $CMS_{10Y} - CMS_{2Y} \geq 0,90\%$

Escalator (EUR)

Εκδότης: Bank

Εγγυητής: Bank

Απαιτητό: Μετά από 3 μήνες και μετά κάθε τρίμηνο

Νόμισμα: EUR

Κουπόνι: Q1: 6,00% εγγυημένο

Q2-12: $110\% * \text{Προηγούμενο κουπόνι}$, αν $Euribor\ 3m\ \text{αρχικό} - 10bps \leq Euribor\ 3m\ \text{τελικό} + 60bps$ και $EUR/USD \leq 1,40$, $70\% * \text{προηγούμενο κουπόνι αλλιώς}$

Q13-40: Προηγούμενο κουπόνι

Τοκομερίδιο: 6,25%

5Y Quanto Leveraged Steepener (EUR) IV

Εκδότης:	Bank
Τύπος:	EMTN
Απαιτητό:	Μετά από 3 μήνες και μετά κάθε τρίμηνο
Νόμισμα:	EUR
Κουπόνι:	Q1-2: 6,00% εγγυημένο Q3-20: $\text{Min}(\text{Max}(12 * (\$CMS10Y - \$CMS2Y), 0\%), 6,00\%)$

Quanto Leveraged Steepener (EUR) II

Εκδότης:	Bank
Τύπος:	EMTN
Κουπόνι:	Τριμηνιαίο, 30/360
Απαιτητό:	Μετά από 3 μήνες και μετά κάθε τρίμηνο
Νόμισμα:	EUR
Κουπόνι:	Y1: 6,50% εγγυημένο Y2-10: $\text{Min}(\text{Max}(12 * (\$CMS10Y - \$CMS2Y), 0\%), 6,50\%)$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ V. ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ

Περιγραφή Προϊόντος: Είναι ένα προϊόν τετραετούς διάρκειας το οποίο συνδέεται με το S&P 55. Στη λήξη ο δείκτης έχει αυξηθεί σε σχέση με το αρχικό επίπεδο, σε αυτή την περίπτωση το προϊόν προσφέρει επιστροφή κεφαλαίου 100% και επιπλέον 110% της αύξησης του δείκτη κατά την επενδυτική περίοδο.

Αν ο δείκτης είχε μειωθεί σε σχέση με το αρχικό του επίπεδο και έχει πέσει κατά 23.5% ή περισσότερο σε οποιαδήποτε στιγμή μέσα στην επενδυτική περίοδο, τότε ο επενδυτής λαμβάνει μια επιστροφή κεφαλαίου μειωμένη κατά 1% για κάθε 1% πτώση του δείκτη. Αλλιώς το προϊόν δίνει επιστροφή κεφαλαίου 100%¹⁴.

Product name	Index LASERS S&P 500 Index
Product issuer	Citigroup Funding
Offer close date	24/01/2006
Initial strike date	24/01/2006
Final index date	22/01/2010
Maturity date	27/01/2010
Term (years)	4
Product type	Growth
Underlying market	S&P 500
Payoff type	Protected tracker
Minimum return	0%
Distribution channel	Banking Network

¹⁴ Quant Analysis by StructuredRetailProducts.com

Τιμολόγηση Προϊόντος: Χρησιμοποιούν το Black-Scholes. Πιο συγκεκριμένα υποθέτουν ότι οι αποδόσεις του δείκτη S&P 500 ακολουθεί κανονική κατανομή με μέσο και διακύμανση καθώς και ότι ο δείκτης δίνει συνεχόμενο μέρισμα.

Η πληρωμή του προϊόντος $V(T_f)$ δίνεται από τη σχέση:

$$V(T_f) = 100\% + 110\% \max(\text{SP}(T_f)/\text{SP}(T_1) - 100\%, 0)$$

Όπου T_1 είναι η ημέρα πληρωμής και $\text{SP}(T)$ είναι το επίπεδο του δείκτη S&P 500 στη χρονική περίοδο T . Αυτή η έκφραση σημαίνει ότι το προϊόν για προσεγγιστικές τιμές μπορεί να “σπάσει” στις ακόλουθες στρατηγικές.

- Αγορά ομολόγου το οποίο εγγυάται ένα ποσό 100% στη λήξη του.
- Αγορά ενός δικαιώματος αγοράς (call) με απόδοση 100% και συμμετοχή 110%.
- Πουλώντας ένα Knock in put με απόδοση 100%, φράγμα 77.5% και συμμετοχή 100%.

Αν υποθέσουμε ότι ο δείκτης S&P 500 ελέγχεται συνεχώς για να αποσαφηνιστεί αν το 77.5% φράγμα έχει καλυφθεί, η τιμή του δομημένου στη χρονική στιγμή, T_m μπορεί να συγκεκριμενοποιηθεί. Υποθέτοντας ότι δεν έχει υπάρξει κάλυψη χρησιμοποιείτε η παρακάτω φόρμουλα:

$$V(T_0) = (100\%e^{-rt}) + 110\%C_{Bs}(a, 100\%) - P_{Bs}(a, 77.5\%) + 22.5\%e^{-rt}N(-d_2(a, 77.5\%)) + (77.5\%/a)^{2u/\sigma^2} [P_{Bs}(77.5\%^2/a, 100\%) - P_{Bs}(77.5\%^2/a, 77.5\%) - 22.5\%e^{-rt}N(-d_2(77.5\%, a))]$$

Όπου

$$C_{Bs}(w, x) = we^{-\delta t}N(d_1(w, x)) - xe^{-rt}N(-d_2(w, x))$$

$$P_{Bs}(w, x) = xe^{-rt}N(-d_2(w, x)) - we^{-\delta t}N(-d_1(w, x))$$

$$d_2(w, x) = (\ln w/x + ut) / \sigma\sqrt{t}$$

$$d_1(w,x) = d_2(w,x) + \sigma\sqrt{t}$$

$$v = r - \delta - 1/2\sigma^2$$

$$\alpha = SP(T_M) / SP(T_1)$$

Το r είναι το USD επιτόκιο για την χρονική περίοδο $t = T_f - T_M$ όπου T_f είναι η τελική ημερομηνία του δείκτη, δ είναι η απόδοση του μερίσματος του δείκτη για την περίοδο t , σ είναι η ακαριαία τυπική απόκλιση του δείκτη για την περίοδο t και $N(x)$ είναι η αθροιστική κατανομή για την αξία x .

Η τιμή του προϊόντος είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη σε αλλαγές της διακύμανσης. Μια αύξηση στην τιμή της διακύμανσης αυξάνει την τιμή του call option λόγω της πιθανότητας μεγαλύτερης απόδοσης. Ωστόσο αυτό φαίνεται να παύει να ισχύει καθώς η αύξηση της τιμής του knock-in put option καθώς η αυξημένη διακύμανση σημαίνει ότι είναι πιο πιθανό να συμβεί το knock-in. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον κάτωθι πίνακα:

Original Paramaters	
USD	5.00%
S&P 500 volatility	17.7%
S&P 500 dividend yield	2.0%
Price Breakdown	
Bond	82.5%
Call	21.8%
Down and in put	-6,1%
Total	98.2%
Volatility Scenarios	

Volatility (% of original)	90%	100%	110%
Bond	82,5%	82.5%	82.5%
Call	20.6%	21.8%	23.1%
Down and Out Put	-4.8%	-6.1%	-7.3%
Total	98.3%	98.2%	98.3%

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VI. ΤΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΤΗΣ LEHMAN ΚΑΙ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Τα ομόλογα της Lehman ήταν δομημένα προϊόντα προστατευμένου κεφαλαίου, με ελάχιστο ποσό επένδυσης για ορισμένα εξ αυτών 50.000 ευρώ. Όπως σημειώνουν τραπεζικά στελέχη, τα προϊόντα αυτά διασφαλίζουν σε κάθε περίπτωση το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή. «Σε κάθε περίπτωση, πλην μίας», συμπληρώνουν, «την κατάρρευση της εκδότριας τράπεζας».¹⁵

Σχηματικά, ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής τοποθετούσε σε ένα τέτοιο προϊόν 10 ευρώ. Τα 9 ευρώ τοποθετούνταν σε ομόλογα zero coupon, στην ωρίμαση των οποίων επέστρεφαν στον κάτοχό τους 10 ευρώ. Έτσι, ο επενδυτής είχε το αρχικό του κεφάλαιο. Το υπόλοιπο 1 ευρώ τοποθετούνταν σε προϊόντα της αγοράς, τα οποία θα μπορούσαν να είναι ένας χρηματιστηριακός δείκτης, καλάθια μετοχών, εμπορεύματα όπως πετρέλαιο, χρυσός ή ακόμα και νερό. Το 2007, για παράδειγμα, η Lehman είχε εκδώσει προϊόν μέσω του οποίου γίνονταν επενδύσεις σε εταιρείες νερού. Αν η επένδυση ήταν επικερδής, ο επενδυτής εισέπραττε την επιπλέον ανάλογη απόδοση. Αν αποπειραθεί κάποιος να τα πουλήσει τώρα, θα διαπιστώσει ότι στις διεθνείς αγορές δεν υπάρχει καν τιμή.

¹⁵ ΝΕΑ 6 Φεβρουαρίου 2009

Η χρεοκοπία της Lehman Brothers Holding απέδειξε ότι όλοι από τη Νέα Υόρκη μέχρι το Λονδίνο, την Αθήνα τη Μόσχα και το Χονγκ Κονγκ ζούμε πλέον σε ένα παγκοσμιοποιημένο χωριό.

Τα ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια και δομημένα προϊόντα που εξέδωσε η Lehman είχαν πουληθεί σε ιδιώτες, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες, hedge funds και τράπεζες στις πέντε Ηπείρους. Όμως η υπόθεση της Lehman αποκάλυψε επίσης διαφορετικές νοοτροπίες, πολιτικές επικοινωνίας και διαφάνειας των τραπεζών από χώρα σε χώρα.

Σε αυτή την υπόθεση οι Ελληνικές τράπεζες ήταν και αυτές από τους χαμένους, γιατί αν και είχαν πολύ λιγότερα να φοβηθούν σε σχέση πάντα με άλλες Ευρωπαϊκές που είχαν πολλαπλάσιας αξίας χρεόγραφα της Lehman στα βιβλία τους, δεν έκαναν εξαρχής αυτό που έπρεπε. Δηλαδή να βγουν και να δηλώσουν τι έκθεση είχαν οι ίδιες, τα αμοιβαία και οι πελάτες τους σε επενδυτικά προϊόντα και χρεόγραφα της Lehman, όπως έκαναν άλλες τράπεζες της Ευρώπης.

Ωστόσο ο ανωτέρω λάθος χειρισμός του θέματος της Lehman από τις Ελληνικές τράπεζες δε θα πρέπει να οδηγήσει στο αντίθετο άκρο και στην υιοθέτηση φημών που δεν ανταποκρίνονται πολλές φορές στην πραγματικότητα. Ο κίνδυνος σε μια τέτοια περίπτωση είναι ότι η φήμη κι αν είναι ανυπόστατη, δημιουργεί μερικές φορές τέτοια δυναμική που στο τέλος μπορεί να επιβεβαιωθεί. Μια τέτοια φήμη είναι ότι μερικές τράπεζες αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας.

Φυσικά όλες οι Τράπεζες δεν είναι ίδιες. Η Εθνική, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, η ΑΤΕbank και οι μεγάλες κυπριακές έχουν μεγαλύτερη άνεση σε θέματα ρευστότητας σε σχέση με άλλες. Αυτό άλλωστε αποδεικνύεται εύκολα από το δείκτη χορηγήσεων προς αποταμιεύσεις που είναι χαμηλότερος του 100% τουλάχιστον με βάση τα στοιχεία του εξαμήνου. Στην περίπτωση της Εθνικής ήταν 94% στα τέλη του Ιουνίου και της ΑΤΕbank 84% ενώ της Marfin Popular Bank ήταν 89%. Άλλες μεγάλες τράπεζες όπως Eurobank, Alpha Bank και Πειραιώς δεν έχουν το ίδιο μεγάλη καταθετική βάση σε σχέση με τις χορηγήσεις τους. Υπό αυτήν την έννοια μειονεκτούν σε σχέση με την Εθνική το Τ.Τ την ΑΤΕbank και τις άλλες.

Ο λόγος δανείων προς χορηγήσεις ήταν στο 120% για τη Eurobank, 125% για την Alpha και 121% για την τράπεζα Πειραιώς στα τέλη Ιουνίου. Η Eurobank και η τράπεζα Πειραιώς ήταν σαφώς πιο επιθετικές στη συγκέντρωση καταθέσεων τους πρώτους 6 μήνες και αυτό μεταφράστηκε αφενός σε μεγαλύτερα ποσά νέων καταθέσεων και αφετέρου σε υψηλότερο κόστος. Η Eurobank προσέλκυσε νέες καταθέσεις ύψους 7,7 δις ενώ έδωσε νέα δάνεια ύψους 7 δις το διάστημα Ιανουαρίου-Ιουνίου. Επιπλέον η τράπεζα; Είχε πρόσβαση σε επιπλέον ρευστότητα ύψους 4,5 δις.

Η επίσης επιθετική τράπεζα Πειραιώς προσέλκυσε νέες καταθέσεις ύψους 5,6 δις όσα ήταν και τα νέα δάνεια που χορήγησε ο όμιλος. Σύμφωνα με την τράπεζα η ίδια είχε πρόσβαση σε ρευστότητα ύψους 3 δις.

Αντίθετα η Alpha Bank ακολούθησε πιο συντηρητική πολιτική στο θέμα των καταθέσεων και βασίστηκε περισσότερο στην έκδοση χρεογράφων για να χρηματοδοτήσει την αύξηση των δανείων. Παρ' όλα αυτά είχε καταφέρει να εξασφαλίσει χρηματοδότηση και κεφάλαια για το 87% του προβλεπόμενου ετήσιου προγράμματος δανεισμού. Επιπλέον, είχε πρόσβαση στο πρόγραμμα εγγυημένων ομολογιών ύψους 8 δις εκ των οποίων τα 2 δις έχουν αξιοποιηθεί.

Η ιστορία της Lehman απέδειξε ότι ακόμη και οι τράπεζες που βαθμολογούνται με AAA από τους διεθνείς οργανισμούς αξιολόγησης και διαθέτουν πρόσβαση σε ρευστότητα δεν είναι άτρωτες.¹⁶

Τα πρώτα σημάδια βελτίωσης εμφανίζουν ορισμένες κατηγορίες δομημένων προϊόντων τα οποία το προηγούμενο διάστημα είχαν δαιμονοποιηθεί από τους πολιτικούς ενώ είχαν ριχτεί στην «πυρά» των επενδυτών λόγω των σημαντικών κεφαλαιακών ζημιών.

Παράλληλα μέρος των επενδυτών που βολιδοσκοπούσαν τα δομημένα φαίνεται τώρα να επικεντρώνονται σε αυτά που συνδέονται με πολύτιμα μέταλλα και αγαθά ενώ επίσης στρέφονται σε αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν σε ακίνητα αλλά και σε αναδυόμενες αγορές αλλά και σε καταθέσεις αφού πλέον τα επιτόκια στην Ελλάδα

¹⁶ Βήμα 30/09/2008

είναι θετικά (τα επιτόκια του ευρώ μετά την αφαίρεση του πληθωρισμού, σε αποπληθωρισμένη βάση είναι πλέον θετικά).

Το τελευταίο διάστημα παρατηρείται ένα αξιοσημείωτο φαινόμενο. Τα επιτοκιακά δομημένα ομόλογα δηλαδή αυτά που στηρίζονται στην διαφορά απόδοσης μεταξύ των 10ετών και των 2ετών ομολόγων εμφάνιζαν έως και αρνητικές αποδόσεις.

Όμως εσχάτως παρατηρείται το φαινόμενο τα δομημένα προϊόντα αυτού του τύπου να βελτιώνουν τις αποδόσεις τους και από αρνητικές να μετατρέπονται σε θετικές έως και 18 μονάδες βάσης.

Οι ζημιές του παρελθόντος δεν έχουν εξαλειφθεί αλλά φαίνεται ότι σε μια βασική κατηγορία των δομημένων προϊόντων των ελληνικών τραπεζών παρατηρείται μια βελτίωση.

Στις επί μέρους κατηγορίες δομημένων προϊόντων π.χ. αυτών που παρακολουθούν ή συνδέονται σε πολύτιμα μέταλλα, πετρέλαιο ή αγαθά οι επιδόσεις βελτιώνονται αισθητά.

Πάντως θα πρέπει να σημειωθεί ότι υπάρχουν δομημένα προϊόντα τα οποία συνδέονται π.χ. με πολύτιμα μέταλλα όπως το νικέλιο το οποίο ενώ στις προθεσμιακές τιμές προ ολίγων μηνών η αγορά εκτιμούσε ότι οι τιμές του θα υποχωρήσουν τελικά ανέκαμψε αισθητά ξεπερνώντας κάθε εκτίμηση.

Επίσης τα δομημένα προϊόντα με βάση το πετρέλαιο κινούνται θετικά ενώ εξίσου θετικά συμπεριφέρονται και τα προϊόντα που συνδέονται με αγαθά όπως π.χ. σιτάρι.

Που στρέφονται τώρα οι επενδυτές

Λόγω της πολιτικοποίησης και δαιμονοποίησης των δομημένων προϊόντων οι τράπεζες έχουν μειώσει σημαντικά τις νέες εκδόσεις. Κατά βάση οι επενδυτές που τοποθετούνταν στο παρελθόν σε αυτά τα προϊόντα τώρα στρέφονται κατά βάση στα αμοιβαία κεφάλαια και σε καταθέσεις. Στα αμοιβαία κεφάλαια κυρίως επιλέγονται μετοχικά αμοιβαία που επενδύουν σε χρηματιστήρια αναδυόμενων αγορών σε ακίνητα στο εξωτερικό αλλά και σε ασιατικές αγορές. Παράλληλα παρατηρείται μια

μετατόπιση των επενδυτών στις καταθέσεις, αφού πλέον για μεγάλα ποσά προσφέρονται έως και 4,8% ή 5%.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ VII. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Υποχρέωση Πληροφόρησης Τραπεζικών Πελατών

Η αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων στις ιδιωτικές σχέσεις, πρακτικά ποτέ δε σήμαινε και συμβατική ισότητα. Στην πραγματικότητα, το περιεχόμενο των όρων μιας σύμβασης μπορεί να καθοριστεί σε μεγάλο βαθμό από τη διαπραγματευτική υπεροχή του ενός συμβαλλόμενου, είτε λόγω του μεγέθους του είτε λόγω της φύσης της σύμβασης ή των πραγματικών συνθηκών.

Αυτή η διαφορά της ισορροπίας ως προς τη διαπραγματευτική δυναμική των συμβαλλόμενων βρίσκει πιθανώς το χαρακτηριστικό παράδειγμα της στις τραπεζικές συμβάσεις. Και αυτό, γιατί οι Τράπεζες είναι εκ των πραγμάτων σε θέση να διαμορφώνουν ή να τροποποιούν κυριαρχικά τους όρους των συμβάσεων προς όφελός τους και να εκμηδενίζουν τα διαπραγματεύσιμα σημεία για τον μέσο αντισυμβαλλόμενο τους.

Βασικός βέβαια λόγος που συντελεί στην περιέλευση των τραπεζικών πελατών σε μειονεκτική διαπραγματευτική θέση, αποτελεί η έλλειψη επαρκούς γνώσης του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου και της συναφούς χρηματοοικονομικής ορολογίας, γεγονός που ενίοτε επιτείνεται από την ύπαρξη ασαφειών, που δεν τυγχάνουν επαρκών διευκρινήσεων από την Τράπεζα κατά τη διεξαγωγή της συναλλαγής. Ουσιαστικά άλλωστε, ο πελάτης-καταναλωτής καλείται περισσότερο να προσχωρήσει, και όχι να επιλέξει, ανάμεσα σε ένα περιορισμένο αριθμό προδιατυπωμένων συμβάσεων και να υποκύψει, πολλές φορές αναγκαστικά, σε πρόσθετες υποχρεώσεις, στις οποίες συχνά δεν μπορεί να αντεπεξέλθει.

Στα πλαίσια αυτά, η πληροφόρηση αποτελεί αφενός το βασικό μέσο εξισορρόπησης των μειονεκτημάτων που συνεπάγεται για τον μέσο πολίτη η σύναψη μιας τραπεζικής σύμβασης και αφετέρου γενική υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων, η οποία συχνά υπενθυμίζεται σε αυτά με emphaticό τρόπο από Ενώσεις Καταναλωτών.

Η υποχρέωση αυτή αναλύεται σε ειδικότερες μορφές και περιλαμβάνει την υποχρέωση διαφώτιση, συμβουλευτικής καθοδήγησης και προειδοποίησης του πελάτη αλλά και την υποχρέωση παροχής πληροφοριών υπό στενή έννοια, η παράλειψη των οποίων αποτελεί παράβαση της Τράπεζας και την καθιστά υπεύθυνη έναντί του. Το δε περιεχόμενο της υποχρέωσης αυτής εξαρτάται από το είδος της προκείμενης τραπεζικής σύμβασης.

Βέβαια, η σχετική υποχρέωση της Τράπεζας δεν μπορεί να καλύπτει όλα τα στοιχεία της σύμβασης, καθώς η επιβολή ενός τέτοιου καθήκοντος θα κατέλυε την αρχή του ελεύθερου ανταγωνισμού. Ωστόσο, η Τράπεζα είναι υποχρεωμένη να ενημερώνει τον πελάτη της, όταν είναι πρόδηλο ότι ο τελευταίος δεν αντιλαμβάνεται τους κινδύνους που ελλοχεύουν για αυτόν στη σκοπούμενη συναλλαγή, γεγονός που συμβαίνει κυρίως με τους πελάτες που δε διαθέτουν συναλλακτική εμπειρία, δηλαδή δεν είναι έμποροι. Το ίδιο ισχύει και σε σχέση με γεγονότα τα οποία αν αναγνώριζε ο πελάτης πιθανότατα δε θα προέβαινε στη σύναψη της σύμβασης. Σε γενικές γραμμές οι Τράπεζα οφείλει να παρέχει διευκρινήσεις σχετικά με το είδος και το αντικείμενο της σύμβασης, τις υποχρεώσεις και τα οφέλη από τη σύναψή της, καθώς και για την εξέλιξη και τον τρόπο περάτωσης της συμβατικής σχέσης.

Εντούτοις, η Τράπεζα δεν οφείλει να παρέχει συμβουλές επενδυτικής φύσης στον πελάτη της, εκτός και αν αυτός το ζητήσει. Στην περίπτωση αυτή, και ανεξάρτητα από τη σύναψη ή μη της τελικής σύμβασης, οι παρεχόμενες συμβουλές θα πρέπει να υποδεικνύουν την πλέον αποδοτική και συμφέρουσα για τον πελάτη επιλογή του τύπου και του περιεχομένου της τραπεζικής σύμβασης και την καθοδήγηση του σε περίπτωση μεταβολής των πραγματικών συνθηκών ή των προσφορών της Τράπεζας.

Επιπλέον η Τράπεζα υποχρεούται να προειδοποιεί τον πελάτη της, όταν περιέρχονται σε γνώση της κίνδυνοι που απειλούν τα οικονομικά συμφέροντα από την εξέλιξη μιας συγκεκριμένης σύμβασης. Μάλιστα, όταν οι κίνδυνοι αυτοί απορρέουν από τη συναλλακτική συμπεριφορά ή την οικονομική κατάσταση άλλου πελάτη του πιστωτικού ιδρύματος, η υποχρέωση προειδοποίησης συναρμόζεται με αυτή της υποχρέωσης παροχής πληροφοριών υπό στενή έννοια.

Η υποχρέωση αυτή γεννάται συνήθως, όταν ο πελάτης απευθύνει σε αυτήν ερώτημα σε σχέση με άλλον πελάτη της. Στην περίπτωση αυτή γίνεται δεκτό ότι παρότι η Τράπεζα δεν έχει καταρχήν υποχρέωση να χορηγεί τέτοιου είδους πληροφορίες και αντίστοιχα ο πελάτης δεν έχει γενική απαίτηση προς συμβουλευτικής καθοδήγησης και προειδοποίησης του τελευταίου οδηγεί στη γένεση της υποχρέωσης αυτής υπό εύλογες προϋποθέσεις.

Περαιτέρω μια από τις βασικότερες υποχρεώσεις της Τράπεζας που πηγάζει από τη σχέση που την συνδέει με τους πελάτες της, είναι η υποχρέωση εχεμύθειας, η οποία εκφράζεται ειδικότερα δια του Τραπεζικού απορρήτου. Το τραπεζικό απόρρητο, το οποίο θεμελιώνεται στις διατάξεις των άρθρων 57 του Αστικού Κώδικα¹⁷ για την προστασία της προσωπικότητας, 288 του ίδιου κώδικα (γενική ρήτρα καλής πίστης στα πλαίσια των συμβάσεων), στην εθιμικά επιβαλλόμενη εχεμύθεια, και επικουρικώς στο άρθρο 371 του Ποινικού κώδικα¹⁸ (παραβίαση επαγγελματικής εχεμύθειας) και στο ειδικό απόρρητο των τραπεζικών καταθέσεων.

Η τελευταία αυτή μορφή τραπεζικού απορρήτου καθιερώνεται ρητά από το άρθρο 1 του νομοθετικού διατάγματος 1059/1971, όπως τροποποιήθηκε με το άρθρο 10 1858/1989, το οποίο την καθιστά παρεπόμενη υποχρέωση συμπεριφοράς, η μη τήρηση της οποίας συνεπάγεται ενδοσυμβατική ευθύνη του πιστωτικού ιδρύματος. Επιπλέον, η υποχρέωση τήρησης του απορρήτου των τραπεζικών καταθέσεων ισχύει και κατά το προσυμβατικό στάδιο (άρθρα 197-198ΑΚ), αλλά και κατά το μετασυμβατικό στάδιο, βάσει της 288ΑΚ.

Τέλος το άρθρο 9 του νόμου 2251/1994 (όπως τροποποιήθηκε με το νόμο 3587/2007 που αφορά στη διαφήμιση), αλλά και τα νεοεισαχθέντα με το νόμο 3587/2007 άρθρα 9^α και 9^β, απαγορεύουν τις αθέμιτες παραπλανητικές πράξεις ή παραλείψεις της Τράπεζας, νοούμενης εν προκειμένω ως προμηθευτή, τόσο πριν και κατά τη διάρκεια της εμπορικής συναλλαγής, όσο και μετά από αυτή. Καταυτόν τον τρόπο, απαγορεύεται η απόκρυψη ουσιωδών πληροφοριών και η παροχή εσφαλμένων πληροφοριών που δημιουργούν σύγχυση στον πελάτη και τον οδηγούν ή ενδέχεται να

¹⁷ Εισηγήσεις Αστικού Κώδικα Ι.Σ Σπυριδάκη

¹⁸ Κώδικας Ποινικής Δικονομίας

τον οδηγήσουν στο να λάβει την απόφαση για τη σύναψη μιας σύμβασης, την οποία διαφορετικά δε θα ελάμβανε.¹⁹

Υποχρέωση Επενδυτών

Ανεξάρτητα από τη επένδυση, δε θα πρέπει να λαμβάνεται ελαφρά κάποια απόφαση. Ανεξάρτητα από το τι είναι η επένδυση, δομημένα, ETF'S ή εναλλακτικές επενδύσεις, θα πρέπει ο κάθε ορθολογικός επενδυτής να σκέφτεται, πώς αυτά τα προϊόντα θα συνάδουν με το γενικό τους επενδυτικό πρόγραμμα. Άλλωστε δε θα πρέπει να ξεχνάμε ότι τα επενδυτικά προϊόντα δεν είναι παντοτινά και ότι οι αγορές γενικά είναι πιο ελαστικές από τα δικά τους ατομικά επενδυτικά σχέδια.

Κανένας δε θα πρέπει να αποσπάται από τις σημαντικές ερωτήσεις που θα πρέπει να κάνει, όπως ποιοι είναι οι σημαντικοί του στόχοι και πως η επενδυτική του απόφαση θα τον βοηθήσει να τους πραγματοποιήσει. Ακριβώς για αυτό το λόγο ο κάθε επενδυτής θα πρέπει να έχει μια προσωπική σχέση με έναν επαγγελματία οικονομικό του σύμβουλο όπου από κοινού θα λαμβάνουν αποφάσεις για την επίτευξη των επενδυτικών στόχων.

Ένας σημαντικός ρόλος του οικονομικού συμβούλου είναι να κατανοήσει την επιθυμία του επενδυτή για έκθεση στον κίνδυνο και να τον συνδυάσει ώστε να επιτευχθούν οι στόχοι του επενδυτή επενδύοντας σε μια γκάμα προϊόντων.

Ωστόσο πάντα θα πρέπει ο επενδυτής να κατανοεί πλήρως την επένδυση που του προτείνει ο οικονομικός σύμβουλος πριν πάρει την οποιαδήποτε απόφαση. Για παράδειγμα ο όρος δομημένο προϊόν περιλαμβάνει μια πληθώρα στρατηγικών που σκοπό έχει να αλλάξει την παραδοσιακή σχέση κίνδυνου/απόδοσης σε κοινές μετοχές, σε χρηματιστηριακά εμπορεύματα ή και σε ισοτιμίες. Θα πρέπει πάντα ο επενδυτής να έχει υπόψη του ότι αν και ακόμα επενδύει σε ένα προϊόν που μηδενίζει τον έναν κίνδυνο είναι σχεδόν σίγουρο ότι ο κίνδυνος μεταφέρεται κάπου αλλού.

Για παράδειγμα, επενδύσεις που παρέχουν προστασία κεφαλαίου ή προστασία στην πιθανότητα απώλειας είναι δομημένα και προσπαθούν να μετριάσουν το ρίσκο από

¹⁹ Capital.gr

την αγορά ενός πάρα πολύ ασταθούς προϊόντος, με αποτέλεσμα να παρέχουν επενδυτικά αποτελέσματα τα οποία να διαφέρουν κατά πολύ από τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία αρχικά στηρίχθηκαν²⁰.

Τα δομημένα προϊόντα μπορεί επίσης να επηρεάζονται και από τα επιτόκια, την αστάθεια των προϊόντων στα οποία στηρίζονται, τη ρευστότητα και τον υπολειπόμενο χρόνο μέχρι τη λήξη τους. Εφόσον αυτά τα προϊόντα κατασκευάζονται ξεχωριστά από τις επενδυτικές τράπεζες θα είναι και εντελώς διαφορετικοί οι κίνδυνοι που έχουν.

Εφόσον θα δίνονται στον επενδυτή οι μεταβλητές θα πρέπει επίσης να είναι σίγουρος ότι έχει κατανοήσει πλήρως τι είναι αυτές και πώς αυτές επηρεάζουν το χαρτοφυλάκιό του. Πάντα θα πρέπει να γίνεται ανάγνωση των συνοδευτικών ενημερωτικών φυλλαδίων καθώς και των μεθόδων τιμολόγησης προτού παρθεί η οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Η αγορά δομημένων προϊόντων έχει εξελιχθεί σε συνηθισμένη επενδυτική προσέγγιση, και παρουσιάζει αυξανόμενο επενδυτικό ενδιαφέρον, ενώ παράλληλα η αγορά δομημένων έχει εμπορευματοποιηθεί σημαντικά, έχει γίνει μακράν διαφανέστερη, και κατά συνέπεια και κατά πολύ ανταγωνιστικότερη. Μέσω του private banking, οι ιδιώτες επενδυτές ενσωματώνουν πλέον παράγωγα και δομημένα σαν βασικό στοιχείο των χαρτοφυλακίων τους. Έτσι, τα δομημένα δεν αντιμετωπίζονται πλέον σαν μία παράπλευρη επένδυση. Αν τα προϊόντα αυτά χρησιμοποιηθούν με ορθολογικό και σωστό τρόπο, τότε οι επενδυτές θα ωφεληθούν, καθώς ο απώτερος σκοπός των δομημένων προϊόντων είναι η βελτιστοποίηση της σχέσης μεταξύ ρίσκου και απόδοσης. Ωστόσο, στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον, χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή στην έκδοση και χρησιμοποίηση τέτοιων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Είναι εμφανές και λογικό ότι η κρίση των αγορών προξενεί ποικίλες νέες προκλήσεις στους εκδότες και διαχειριστές των δομημένων χρεογράφων. Το παράδειγμα της εταιρείας Lehman Brothers Holding είναι αρκετό για να υπενθυμίσει στο επενδυτικό κοινό ότι

²⁰ Economic Time

χρειάζεται γνώση σχετικά με την επένδυση σε χρηματοοικονομικά προϊόντα. Επειδή, όμως, η γνώση των επενδυτών δεν είναι αρκετή, οι τράπεζες υποχρεούνται να συμβάλλουν στην προστασία των καταναλωτών που επιθυμούν να επενδύσουν σε τέτοιου είδους προϊόντα, μέσω της ενημέρωσης που θα πρέπει να τους παρέχουν.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΗ

Βιβλιογραφία

Ξένη

- Carhart M. “On Persistence in Mutual Fund Performance”. Journal of finance, 1997
- Chang E. and W. G Lewellen “Market Timing and Mutual Fund Investment Performance” Journal of Business, 1984
- Ferri Richard “All about Index Funds” McGraw Hill Business series 2006
- Hirshey M. Nofsingers J. “Investments” McGraw Hill Business Series 2006
- Hull John C. “Options Futures and other Derivatives” Prentice Hall International Editions.
- Mylonas N. Rompotis G. “Investigating European ETF’s: The case of the Swiss Exchange Traded Funds” Paper presented in the 5th annual conference of the HFAA 2006.
- Richards Arch. “Understanding Exchange Traded Funds” Mc Graw Hill 2006
- Taylor Francesca Mastering Derivatives Markets: A step-by-step guide to the products, applications and risks 3rd edition FT Press.
- Fortune P. “Mutual Funds Part II: Fund Flows and Security Returns”, New England Economic Review 1998.
- Grinblatt M. and Titman S. “Mutual funds and Performance”
- Sirri E. R. and Tufano P. “The demand For Mutual Fund Services by Individual Investors”
- Sirri E. R. and Tufano P. “Costly Search and Mutual Fund Flows”, Journal of Finance 1998.
- Taylor J. “Building Wealth with Mutual Funds” 1992.
- Treynor J. “How to Rate Management of Investments Funds”
- BNP Paribas Corporate and Investment Banking.

Wall Street Journal November 2008.

Securities Industry and Financial Market Association.

Securitisation European Forum.

Economic Time 2008.

Rajesh Saluja “No Investment can guarantee you returns”, Economic Times
February 2009

ISDA, LIBA, ICMA, SIFMA: “Structured Products for Managing the Distributor-
Individual Investor Relationship”.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Γκατζιώνη Ι. και Λούτα Π. “Το νέο Ελληνικό Θεσμικό Πλαίσιο για τα Α/Κ και τους
ΟΣΕΚΑ”, Δελτίο της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Δ' Τριμηνιαία, 2004.

Καραθανάσης Γ. και Λυμπερόπουλος Γ. “Αμοιβαία Κεφάλαια”, Εκδόσεις Ε. Μπένου
1998.

Μυλωνάς Ν. “ Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια: Θεωρία και Πρακτική”, Εκδόσεις
Σάκκουλα, 1999.

Προβόπουλος Γ. “Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα: Τάσεις και
προοπτικές”, Τόμος , Έκδοση Alpha Τράπεζα Πίστεως, Αθήνα 1995.

Τσιμπής Μ. “Νομοθεσία Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς” Εκδόσεις Σάκκουλα 1999.

Σπυριδάκης Ι. Σ. “Εισηγήσεις Αστικού Κώδικα”.

Ραφτόπουλος Π. “Κώδικας Ποινικής Δικονομίας” 1996.

Φίλιππας Ν. “Η Ύπαρξη Θεσμικού Πλαισίου Είναι Αναγκαία Όταν οι Μηχανισμοί
της αγοράς δεν Επαρκούν”, Καθημερινή Ιούλιος 2002.

Φίλιππας Ν. , Μπαμπαλός Β. “Η Επιλογή των Α/Κ δεν Πρέπει να Στηρίζεται στην
Απλή Απόδοση”, Καθημερινή Απρίλιος 2004.

Λεονάρδος Μπόλαρης “Δομημένο το σκάνδαλο με τα ομόλογα”. Εργατική Αλληλεγγύη 2009.

Μπέλλος Ν. “Οι αποδόσεις των Εναλλακτικών Επενδύσεων”, Ελεύθερος Τύπος Απρίλιος 2008.

Πηγές στο διαδίκτυο

<http://www.structuredproductsonline.com>

<http://www.investopedia.com> Incisive Media Investments Ltd.

<http://www.businessdictionary.com>

<http://www.investorguide.com>

<http://www.eurexchange.com>

<http://www.cme.com>

<http://www.morningstar.com>

www.etfconnect.com

www.athex.com

www.nyse.com

www.lse.com

www.nasdaq.com

www.liffe.com

www.cbot.com

www.londonstockexchange.com

www.capital.gr Υποχρέωση πληροφόρησης τραπεζικών πελατών.