

**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ
ΠΑΤΡΑΣ**

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΑΜΑΛΙΑΔΑΣ

**ΤΜΗΜΑ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΚΑΙ Ο
ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ
ΑΘΗΝΩΝ**

**THE FUTERE CONTRACTS AND THEIR ROLE IN
ATHENS DERIVATIVES EXCHANGE**



**ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ: ΖΑΦΕΙΡΟΠΟΥΛΟΣ Ι. ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΛΑΛΙΩΤΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ**

ΑΜΑΛΙΑΔΑ 2010

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

| | |
|--|-----------|
| ΣΥΝΤΜΗΣΕΙΣ – ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ..... | 1 |
| ΠΕΡΙΛΗΨΗ..... | 2 |
| ABSTRACT..... | 3 |
| ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 4 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1..... | 5 |
| Η ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ..... | 5 |
| 1.1. ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ..... | 5 |
| 1.2. ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ..... | 7 |
| 1.3. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ..... | 9 |
| 1.3.1. Έναρξη λειτουργίας ΧΠΑ – ΕΤΕΣΕΠ..... | 10 |
| 1.3.2. Οργάνωση και σκοπός ΧΠΑ – ΕΤΕΣΕΠ..... | 12 |
| 1.4. ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ..... | 15 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2..... | 17 |
| ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ..... | 17 |
| 2.1. ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ..... | 17 |
| 2.2. ΑΙΤΙΑ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ..... | 18 |
| 2.3. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ..... | 18 |
| 2.4. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ..... | 20 |
| 2.5. ΤΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΤΟΥ ΧΠΑ..... | 22 |

| | |
|--|-----------|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3..... | 24 |
| ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ..... | 24 |
| 3.1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ..... | 24 |
| 3.1.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ..... | 24 |
| 3.1.2. ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ..... | 28 |
| 3.2. ΕΙΔΗ FUTURES ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ..... | 29 |
| 3.2.1. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ..... | 30 |
| 3.2.2. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE 20..... | 33 |
| 3.2.3. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE Mid 40..... | 36 |
| 3.2.4. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ 10ετές ΟΜΟΛΟΓΟ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ..... | 41 |
| 3.2.5. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ EUR/USD..... | 44 |
| 3.3. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ ΣΕ FUTURES..... | 49 |
| 3.3.1. ΠΩΣ ΠΙΤΥΓΧΑΝΕΤΑΙ Η ΕΠΙΘΥΜΗΤΗ ΘΕΣΗ..... | 49 |
| 3.3.2. ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ (going long)..... | 50 |
| 3.3.3. ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ (going short)..... | 52 |
| 3.4. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΗΜΕΡΗΣΙΟΥ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ..... | 54 |
| 3.5. ΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ..... | 56 |
| 3.6. ΤΟ ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΜΙΑΣ ΘΕΣΗΣ..... | 59 |
| 3.7. Η ΤΙΜΗ ΕΝΟΣ FUTURE CONTRACT..... | 60 |

| | |
|--|-----------|
| 3.7.1. Η ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΟΥ ΠΡΟΪΟΝΤΟΣ..... | 63 |
| 3.7.2. ΤΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΩΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ..... | 64 |
| 3.7.3. ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ..... | 64 |
| 3.8. ΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΣΣΟΜΕΝΟΙ ΣΕ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ..... | 65 |
| 3.8.1. ΟΙ ΙΔΙΩΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ..... | 65 |
| 3.8.2. ΟΙ ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ..... | 66 |
| 3.8.3. ΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΟΙ (speculators)..... | 66 |
| 3.8.4. ΟΙ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (hedgers)..... | 67 |
| 3.8.5. ΟΙ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΤΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ (arbitrageurs)..... | 67 |
| 3.9. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ..... | 68 |
| 3.9.1. ΧΡΗΣΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΓΙΑ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ..... | 68 |
| 3.9.2. ΧΡΗΣΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΓΙΑ ΑΥΞΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ..... | 69 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4..... | 71 |
| ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ..... | 71 |
| 4.1. ΑΓΟΡΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΔΕΙΚΤΗ ΛΟΓΩ ΑΝΟΔΙΚΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ..... | 71 |
| 4.2. ΠΩΛΗΣΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΗΣ ΛΟΓΩ ΠΤΩΤΙΚΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ..... | 73 |
| 4.3. ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ: ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΜΕ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΣΕ ΣΜΕ..... | 74 |
| 4.3.1. ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ..... | 74 |
| 4.3.2. Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΕΤΑ (β)..... | 76 |

| | |
|--|-----------|
| 4.3.3. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ..... | 77 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5..... | 81 |
| Η ΕΙΚΟΝΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ..... | 81 |
| 5.1. ΤΑ ΜΕΓΕΘΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΜΕ..... | 81 |
| 5.2. ΣΜΕ ΚΑΙ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ..... | 84 |
| Βιβλιογραφία..... | 94 |

ΣΥΝΤΜΗΣΕΙΣ - ΑΡΚΤΙΚΟΛΕΞΑ

| ΣΥΝΤΜΗΣΗ | ΠΛΗΡΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗ |
|--------------------|---|
| Σ.Μ.Ε | Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης |
| Χ.Π.Α | Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών |
| Χ.Α.Α | Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών |
| ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. | Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων |
| Ο.Τ.С | Over the Counter |
| Α.Ε.Π | Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν |
| Ο.Α.Σ.Η.Σ | Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών |
| Δ.Χ.Σ | Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών |
| Δ.Π | Δικαιώματα Προαίρεσης |
| RI.VA | Risk Valuation |

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία πραγματεύεται τα χρηματιστηριακά παράγωγα της ελληνικής αγοράς και ειδικότερα τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης.

Αρχικά παρουσιάζονται οι οργανωμένες και μη αγορές και το σύστημα διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο Αθηνών και αναλύεται η οργάνωση και ο σκοπός του χρηματιστηρίου παραγώγων Αθηνών καθώς και της εταιρείας εκκαθάρισης συναλλαγών επί παράγωγα προϊόντα..

Εν συνεχεία γίνεται αναφορά για το τι είναι τα παράγωγα προϊόντα, ποια είναι τα αίτια που δημιουργήθηκαν, πότε πρωτοεμφανιστήκαν και την ιστορικής τους αναδρομή, ποια είναι τα πλεονεκτήματα από την χρήση τους και ποια είναι τα προϊόντα του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

Γίνεται εκτενή αναφορά στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, στα χαρακτηριστικά τους και στα βασικά στοιχεία τους. Αναλύονται τα είδη που εμφανίζονται στην Ελληνική αγορά καθώς και τα πλεονεκτήματά τους. Αναφέρονται βασικές επενδυτικές θέσεις που λαμβάνονται στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και ποιοι είναι οι συναλλασσόμενοι επί αυτών.

Μέσα από παραδείγματα αναλύονται στρατηγικές που λαμβάνονται κατά την διαδικασία αγοραπωλησίας συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και αναφέρονται οι κίνδυνοι που κρύβονται σε αυτές

Τέλος απεικονίζεται η εικόνα της αγοράς των παραγώγων, του μεγέθους των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στην ελληνική αγορά, καθώς και της υποκείμενης αγοράς.

ABSTRACT

The present study deals with the derivatives products of the Greek derivatives market (Athens Derivatives Exchange – A.D.EX.) and in particular with the so – called Future Contracts.

More precisely, it presents both the organized and not markets and the A.D.EX dealing system and analyzes the structure and the aim of the A.D.EX., as well the A.D.EX Cleaning House.

In addition, it makes reference to the nature of Derivatives Products, what the causes of their creation are, when they first appeared, and to which products are being dealt in the A.D.EX.

Moreover, it thoroughly examines the future contracts, their characteristics, and their basic elements. It analyzes the kinds which exist in the Greek market, as well as their advantages. Finally it makes reference to the basic investment strategies, and the basic types of investors taking part.

It also employs a number of examples, analyzing the main strategies followed during the process of dealing with the future contracts and refers to the dangers they may involve.

Finally, it attempts to depict the present situation of the market, the number of the future contracts, as well as the underlying market.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι στις μέρες μας, τόσο το επιχειρηματικό όσο και το χρηματοοικονομικό περιβάλλον σηματοδοτούνται από αλλαγές οι οποίες γίνονται ολοένα και πιο έντονες. Οι επιχειρήσεις και οι επενδυτές έχουν να αντιμετωπίσουν κινδύνους που σχετίζονται με τη μεταβολή των τιμών των προϊόντων, των αξιόγραφων, των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μέσα στα πλαίσια αυτού του συνεχώς μεταβαλλόμενου οικονομικού περιβάλλοντος εντάσσεται η δημιουργία και η ανάπτυξη των λεγόμενων παράγωγων προϊόντων και των αγορών στις οποίες αυτά διαπραγματεύονται.

Στις επόμενες σελίδες της εργασίας αυτής, θα γίνει μια απόπειρα παρουσίασης της ελληνικής αγοράς παράγωγων προϊόντων, μέσα από παραδείγματα θα αναφερθούν ποιες στρατηγικές χρησιμοποιούνται για την αποφυγή κινδύνων που κρύβονται στις συναλλαγές των παράγωγων προϊόντων και θα γίνει παρουσίαση μιας συγκεκριμένης αγοράς τέτοιων προϊόντων, των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Η ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ

1.1. ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΚΑΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

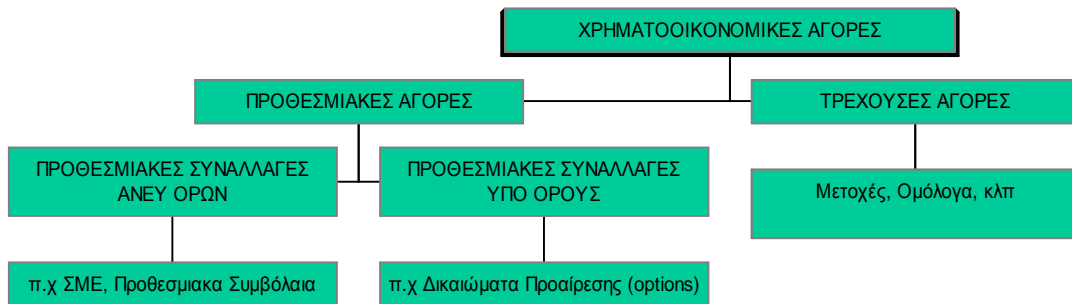
Μια τρέχουσα συναλλαγή, αναφέρεται στην αγορά ή την πώληση ενός προϊόντος (π.χ μετοχή) η οποία συνεπάγεται παράδοση έναντι σχεδόν άμεσης πληρωμής. Η αγορά στην οποία διακανονίζονται τέτοιες συναλλαγές ονομάζεται τρέχουσα αγορά (spot αγορά). Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α) αποτελεί παράδειγμα μιας τέτοιας αγοράς, στην οποία η παράδοση και η πληρωμή των αξιών λαμβάνει χώρα άμεσα, με την ολοκλήρωση της συναλλαγής, την ημέρα εκκαθάρισης.

Μια προθεσμιακή συναλλαγή αναφέρεται στην αγορά ή την πώληση ενός προϊόντος για το οποίο η παράδοση και η πληρωμή δεν είναι άμεση. Η αγορά στην οποία πραγματοποιούνται τέτοιου είδους συναλλαγές ονομάζεται προθεσμιακή αγορά.

Προθεσμιακή αγορά είναι ένα είδος συμφωνίας για μελλοντική αγοραπωλησία χρηματοπιστωτικών τίτλων και εμπορευμάτων σε συγκεκριμένη μελλοντική τιμή και ημερομηνία. Ειδικότερα, μπορεί κανείς να αγοράσει μια συγκεκριμένη ποσότητα ενός προϊόντος η οποία θα παραδοθεί σε καθορισμένο χρόνο ή θα πουλήσει ένα προϊόν το οποίο πρέπει να παραδοθεί σε ορισμένο χρόνο και προκαθορισμένη τιμή. Οι αγοραπωλησίες αυτές συναντώνται σε οργανωμένες και μη αγορές, και συμπεριλαμβάνουν προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίων, συναλλάγματος, χρηματιστηριακών δεικτών, με δικαίωμα και αντιστάθμιση κινδύνου (hedging). Η διαπραγμάτευση αυτών των συμβολαίων δεν γίνεται σε χρηματιστήρια αλλά απευθείας μεταξύ χρηματοοικονομικών μονάδων.(Αγαπητός, 2002)

Επομένως, με βάση τα είδη των συναλλαγών, οι χρηματοοικονομικές αγορές μπορούν να καταταχθούν ως εξής:

Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών



Διάγραμμα 1.1 Κατάταξη χρηματοοικονομικών αγορών

Οι οργανωμένες «προθεσμιακές αγορές» είναι ειδικά χρηματιστήρια και λειτουργούν πλήρως ανταγωνιστικά. Έτσι, οι αγοραπωλησίες είναι τελείως απρόσωπες και γίνονται μόνο μέσω ειδικών χρηματιστών. Επιπλέον, τα προϊόντα αγοραπωλησίας είναι τυποποιημένα και αποθηκεύσιμα. Στις αγορές αυτές διαμορφώνονται δύο τιμές για το κάθε προϊόν: η τιμή τους μετρητοίς (spot ή cash price) και η τιμή επί προθεσμία (future price). Η πρώτη είναι εκείνη η οποία ισχύει κατά την ημέρα της αγοράς του προϊόντος, ενώ η δεύτερη είναι εκείνη που ισχύει την ημέρα αγοράς του προϊόντος μετά από κάποιο καθορισμένο χρόνο. (Αγαπητός, 2002)

Για παράδειγμα ο παραγωγός ζυμαρικών που θα χρειαστεί επιπλέον δημητριακά σε τρεις μήνες και πιστεύει ότι η τιμή τους θα αυξηθεί, μπορεί να κλείσει τιμή σήμερα αγοράζοντας ένα προθεσμιακό συμβόλαιο τριών μηνών στο οποίο προσδιορίζεται και η τιμή αγοράς. (Αγγελόπουλος, 2005)

Υποκείμενο στοιχείο ενός προθεσμιακού συμβολαίου μπορεί να είναι ένα φυσικό προϊόν (πετρέλαιο, σιτηρά, καφές, κ.ο.κ) ή ένα χρηματοοικονομικό προϊόν (συνάλλαγμα, επιτόκιο, κ.ο.κ). Τα προθεσμιακά συμβόλαια σε φυσικά προϊόντα αποτελούν τα πρώτα παράγωγα που αναπτύχθηκαν, αφού συναντώνται σε μεγάλη έκταση τόσο στην αρχαιότητα όσο και στον μεσαίωνα, χωρίς να έχουν έως σήμερα χάσει τη σημασία τους και την ευρεία εφαρμογή τους. Παράλληλα, στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα αναπτύχθηκαν και βρήκαν μεγάλο πεδίο εφαρμογής τα προθεσμιακά συμβόλαια σε χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Παρά το γεγονός ότι πρόκειται για τα απλούστερα χρηματοοικονομικά προϊόντα, η σημασία των προθεσμιακών συμβολαίων παραμένει και σήμερα μεγάλη, αφού αποτελούν την βάση για τη δημιουργία πιο σύνθετων παραγώγων προϊόντων, όπως τα

συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή οι ανταλλαγές και παράλληλα αποτελούν την αφετηρία για την απάντηση ερωτημάτων για τη σχέση τρέχουσας τιμής (spot price) και προθεσμιακής τιμής (future price).

Τα βασικά στοιχεία ενός προθεσμιακού συμβολαίου είναι η προθεσμιακή τιμή ή η τιμή παράδοσης και ο χρόνος παράδοσης, που υποχρεωτικά αναφέρονται στο συμβόλαιο.

Για παράδειγμα, εάν υποθέσουμε ότι ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αφορά την αγορά πετρελαίου με προθεσμιακή τιμή 25 δολάρια το βαρέλι με παράδοση σε τρεις μήνες, ο αγοραστής είναι υποχρεωμένος στη λήξη του συμβολαίου να παραλάβει την ποσότητα που αναφέρεται στο συμβόλαιο καταβάλλοντας 25 δολάρια ανά βαρέλι, ασχέτως της τιμής του πετρελαίου στην αγορά την συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Εάν η τιμή είναι υψηλότερη των 25 δολαρίων, ο αγοραστής έχει κέρδος που αντιστοιχεί στη διαφορά της τιμής παράδοσης και τιμής στην αγορά επί την ποσότητα. Εάν για παράδειγμα υποθέσουμε ότι η ποσότητα είναι 200.000 βαρέλια και η τιμή στην αγορά 27, το κέρδος του αγοραστή ανέρχεται σε 400.000 δολάρια.

Τα βασικά στοιχεία των προθεσμιακών συμβολαίων είναι τα εξής:

- Ø Οι όροι των προθεσμιακών συμβολαίων διαμορφώνονται εκτός οργανωμένων αγορών βάσει των αναγκών των αντισυμβαλλόμενων και η φερεγγυότητα και ο πιστωτικός κίνδυνος κάθε αντισυμβαλλόμενου εκτιμάται από τον άλλον αντισυμβαλλόμενο.
- Ø Τα χαρακτηριστικά αυτά των προθεσμιακών συμβολαίων δεν επιτρέπουν την επαναδιαπραγματέυσή τους.
- Ø Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι πάντα τύπου παράδοσης υποκείμενων τίτλων.

1.2. ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗ ΚΑΙ ΕΞΩΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Η κύρια διαφορά τους έχει να κάνει με την ασφάλεια των επενδυτών και την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των συναλλασσόμενων.

Σε μια οργανωμένη αγορά όπως το Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών (ΧΠΑ), τα παράγωγα προϊόντα έχουν προκαθορισμένα και τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Αυτό σημαίνει ότι όλοι οι επενδυτές διαπραγματεύονται με ίσους όρους, κατέχοντας τις ίδιες

πληροφορίες. Η παράδοση και η πληρωμή των προϊόντων (εκκαθάριση) γίνεται μέσω ενός κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου (clearing house) ο οποίος αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο εκκαθαριστικός οίκος παρεμβαίνει μεταξύ αγοραστή και πωλητή εγγυόμενος την εκπλήρωση του συμβολαίου, απαλλάσσοντας τον αντισυμβαλλόμενο από τον πιστωτικό κίνδυνο. Έτσι, σε μια οργανωμένη αγορά παραγωγών η προσοχή των συναλλασσομένων δεν εστιάζεται σε τίποτα άλλο παρά την επενδυτική τους στρατηγική. Στο ΧΠΑ, το ρόλο του εκκαθαριστικού οίκου έχει πλέον αναλάβει η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγωγών (ΕΤΕΣΕΠ).

Εξωχρηματιστηριακή αγορά (Over The Counter Market) είναι η αγορά όπου γίνονται όλες οι διευκολύνσεις που επιτρέπουν συναλλαγές μη εισηγμένων χρεογράφων σε οργανωμένα χρηματιστήρια . Σε μια εξωχρηματιστηριακή αγορά δεν υπάρχει οργανωμένη δομή, οι τιμές δεν διαμορφώνονται με βάση την Προσφορά και τη Ζήτηση, αλλά είναι αποτέλεσμα διαβουλεύσεων μεταξύ των αντισυμβαλλομένων με αποτέλεσμα ο πιστωτικός κίνδυνος να αναλαμβάνεται από τους συμβαλλομένους.(Αγαπητός,2002)

Οι διαφορές μεταξύ οργανωμένης και εξωχρηματιστηριακής αγοράς φαίνονται συνοπτικά και στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 1.1

| | ΧΠΑ | ΟΤC |
|--------------------------------|------------------------------|------------------------------------|
| ΕΙΔΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ | Τυποποιημένο | Ποικίλλει |
| ΕΚΠΛΗΡΩΣΗ | 2% - 5% | 50% - 100% |
| ΤΡΟΠΟΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ | Στο ΧΠΑ | Εξωχρηματιστηριακά |
| ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ | ΕΤΕΣΕΠ | Καθένας από τους συμβαλλομένους |
| ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ | Υψηλή | Χαμηλή |
| ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΕΣ | Καθημερινός διακανονισμός | Κατά την παράδοση |

Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών

1.3. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

«Η δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων αποτελεί βήμα βελτίωσης και ολοκλήρωσης της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου που μεταξύ άλλων θα την καταστήσει ελκυστικότερη και στους ξένους επενδυτές και θα συμβάλει θετικά και στην ελληνική οικονομία. Η ύπαρξη επίσημης χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων προϊόντων θα συμβάλει στην εξόμαλυνση των έντονων διακυμάνσεων και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», επισημαίνει ο κ. Αλεξάκης.

Τα παράγωγα προϊόντα μπορούν να χρησιμοποιηθούν από επιχειρήσεις, τράπεζες, επενδυτικές εταιρίες, ασφαλιστικές εταιρίες, υπό προϋποθέσεις από ασφαλιστικά ταμεία, το δημόσιο και επενδυτές.

Προ της δημιουργίας του θεσμικού πλαισίου για την οργανωμένη αγορά παράγωγων προϊόντων, συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα στην Ελλάδα πραγματοποιούνταν σε σχετικά περιορισμένη κλίμακα μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και οργανισμών, εταιριών και επιχειρηματιών, με ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου από τους δύο αντισυμβαλλόμενους.

Μία οργανωμένη αγορά παραγώγων, όπως αυτή της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε., συνεισφέρει στην αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς, παρέχει οφέλη προς τους επενδυτές και έχει θετικές επιδράσεις για το σύνολο της οικονομίας.

Πιο συγκεκριμένα, σε ότι αφορά στη συνεισφορά στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, η οργανωμένη αγορά παραγώγων συντελεί :

- Ø στη διαφάνεια της τιμής,
- Ø στον προσδιορισμό (πρόβλεψη) της τιμής και στην καταγραφή των τάσεων,
- Ø στη ρευστότητα της αγοράς,
- Ø στην αξιοπιστία των συναλλαγών και
- Ø στην αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου, είτε με αντιστάθμιση κινδύνου είτε με αύξηση των αποδόσεων.

Επιπλέον όσον αφορά στους επενδυτές, η χρήση των παραγώγων τους βοηθά να προβούν σε :

- Ø αντιστάθμιση του κινδύνου από μία θέση στην τρέχουσα αγορά,
- Ø διαφοροποίηση ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων,
- Ø αναπροσαρμογή ενός χαρτοφυλακίου χρεογράφων,
- Ø εκμετάλλευση των διαφορών μεταξύ της τρέχουσας και της προθεσμιακής αγοράς και
- Ø περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, μέσω της ανάληψης από το χρηματιστήριο παραγώγων του κινδύνου αθέτησης των υποχρεώσεων των συμβαλλομένων μερών.

Τέλος, οι θετικές επιδράσεις της οργανωμένης αγοράς παραγώγων για το σύνολο της οικονομίας συνίστανται :

- Ø στη διεύρυνση των επιλογών των επενδυτών, των αναδόχων και των εκδοτών, με τη διάθεση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων,
- Ø στην αύξηση των συναλλαγών,
- Ø στην παροχή μέσων για επιμερισμό, συγκέντρωση και αντιστάθμιση κινδύνου,
- Ø στην αύξηση της ρευστότητας στην αγορά, στη μείωση του κόστους των συναλλαγών και στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της τιμολόγησης,
- Ø στην αύξηση της ελκυστικότητας της ελληνικής αγοράς για τους θεσμικούς επενδυτές,
- Ø στην παροχή νέων εργαλείων για την επίλυση συμβατικών προβλημάτων και πληροφόρησης,
- Ø στη δημιουργία νέων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και
- Ø στην αποτελεσματικότερη κατανομή των οικονομικών πόρων.

1.3.1. ΕΝΑΡΞΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ – ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΕΠΙ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ Α.Ε.

Στη χώρα μας η λειτουργία μιας οργανωμένης αγοράς παραγώγων είναι πολύ πρόσφατη. Όπως και σε άλλες χώρες, η οργανωμένη αγορά παραγώγων προέκυψε ως

αποτέλεσμα της ωρίμανσης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, όσο και της οικονομίας γενικότερα. Για να λειτουργήσει και να πετύχει μια τέτοια αγορά σε μια χώρα, πρέπει να εκτιμηθούν ορισμένοι παράγοντες που προσδιορίζουν την ετοιμότητα της κεφαλαιαγοράς της. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι εξής (σύμφωνα με έρευνα του Chicago Board Options Exchange):

- Ø Ο λόγος της αξίας των συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση να είναι τουλάχιστον 25% τα τρία τελευταία χρόνια.
- Ø Η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς να έχει ξεπεράσει τα 20 δις. δολάρια ώστε να υπάρχει δυνατότητα προσέλκυσης τοπικών και ξένων επενδυτών.
- Ø Ο λόγος κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ να είναι αυξανόμενος ώστε να προδιαγράφεται μια αυξητική τάση επενδύσεων σε αξίες.

Τα αντίστοιχα στοιχεία της ελληνικής οικονομίας το 1998 ήταν:

- Ø Ο λόγος της αξίας των συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση ήταν μεγαλύτερος του 30% από το 1994 ενώ το 1998 έφθασε το 62%.
- Ø Η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς ήταν μεγαλύτερη των 20 δις δολαρίων το 1996, ενώ το 1998 έφθασε τα 81 δις δολάρια.
- Ø Ο λόγος κεφαλαιοποίησης προς το ΑΕΠ ήταν συνεχώς αυξανόμενος από το 1996, ενώ το 1998 διπλασιάστηκε έναντι του 1997(σύμφωνα με το Χ.Π.Α).

Δεδομένου ότι οι παραπάνω παράγοντες ήταν καθοριστικοί, η ελληνική κεφαλαιαγορά αποδείχτηκε έτοιμη να δεχθεί την ένταξη μιας αγοράς χρηματοοικονομικών παράγωγων προϊόντων.

Σύμφωνα με τον νόμο 2533/11.11.1997, το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α) Α.Ε άρχισε την λειτουργία του στις 27 Αυγούστου 1999, με σκοπό τη δημιουργία, οργάνωση και ανάπτυξη χρηματιστηρίου παραγώγων στην Ελλάδα. Δεν προηγήθηκε της επέκτασης και της αύξησης της κεφαλαιοποίησης και του βάθους του κυρίου Χρηματιστηρίου, δηλαδή των πρωτογενών προϊόντων, όπως συνέβη σε διεθνές επίπεδο, πράγμα που συνεπάγεται τώρα ειδικές δυσκολίες στην ανάπτυξή του.

Ειδικότερα, η ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων, υπό την πίεση της ανάγκης για αναβάθμιση και διεθνοποίηση του ελληνικού χρηματιστηρίου, συνοδεύτηκε με ορισμένες ιδιομορφίες σε σχέση με τα διεθνή πρότυπα. Αυτό σημαίνει ότι, προς το παρόν

τουλάχιστον δεν υπάρχουν δυνατότητες πρόσβασης στο Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών του μεγάλου αριθμού των μικροεπενδυτών.

Το χρηματιστήριο παραγωγών Αθηνών περιλαμβάνει :

A) το καθαυτό Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών Α.Ε

B) την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγωγών Α.Ε. (ΕΤΕΣΕΠ).

Το Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών επιμελείται και έχει την ευθύνη μέσω της διοίκησής του για την ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών, ενώ η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγωγών Α.Ε. έχει αναλάβει την αποστολή του εκκαθαριστή των συναλλαγών.

1.3.2. Οργάνωση και σκοπός ΧΠΑ – ΕΤΕΣΕΠ

Το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ ιδρύθηκαν τον Απρίλιο του 1998 και έχουν οργανωθεί ως αυτόνομες Ανώνυμες Εταιρείες βάσει του νόμου 2533/1997. Τα νομικά αυτά πρόσωπα προσφέρουν υπηρεσίες διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης παραγωγών προϊόντων που είναι επίσημα εισηγμένα στο ΧΠΑ. Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και την τήρηση της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών (Χ.Π.Α) είναι αρμόδιο για την οργάνωση και υποστήριξη της αγοράς παράγωγων προϊόντων αλλά και την παρακολούθηση της ομαλής διεξαγωγής των συναλλαγών σε μια σειρά από τυποποιημένα συμβόλαια, όπως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και δικαιώματα (options), αλλά και τη γενικότερη ανάπτυξη των εργασιών της.

Η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγωγών Α.Ε. είναι αρμόδια για την καταγραφή, την εκκαθάριση και την παροχή εγγύησης για την εκτέλεση των συναλλαγών όλων των συμβολαίων που διαπραγματεύονται στην αγορά παραγωγών του Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Η απευθείας πρόσβαση στην αγορά παραγωγών του Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. και στην Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγωγών Α.Ε. περιορίζεται σε εκείνους τους οργανισμούς που έχουν γίνει αποδεκτοί ως Μέλη. Ο ιδρυτικός νόμος 2533/97 και ο Κανονισμός Λειτουργίας προβλέπουν τους

μηχανισμούς λειτουργίας της αγοράς παραγώγων, όσον αφορά στις εταιρίες-μέλη που θα συμμετέχουν σε πράξεις επί παραγώγων, αλλά και τις τράπεζες, οι οποίες είναι αναγκαίες για τη διευθέτηση των ημερήσιων χρηματοροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της αγοράς παραγώγων.

Οι εργασίες του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών θα μπορούσαν να διαχωριστούν σε δύο βασικές ενότητες: της ανάπτυξης των εργασιών και της διεξαγωγής των συναλλαγών

Η ανάπτυξη των εργασιών αφορά την εν γένει οργάνωση, προώθηση και βελτίωση της οργανωμένης αγοράς παραγώγων. Αφορά τα τμήματα marketing και δημοσίων σχέσεων, πωλήσεων και έρευνας και ανάπτυξης. Η διεξαγωγή των συναλλαγών αφορά την εποπτεία της καλής λειτουργίας της αγοράς και περιλαμβάνει τα τμήματα παρακολούθησης διεξαγωγής συναλλαγών και υποστήριξης διεξαγωγής συναλλαγών.

Σε ότι αφορά στη διεξαγωγή συναλλαγών, το Χρηματιστήριο Αθηνών μπορεί να εισάγει προς διαπραγμάτευση στην αγορά παραγώγων τα εξής προϊόντα:

- α) Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης,
- β) Συμβόλαια προαίρεσης (options),
- γ) Συμβόλαια ανταλλαγής δικαιωμάτων (swaps).

Σύμφωνα με τον κανονισμό ορίζονται τρεις βασικές κατηγορίες μελών στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών:

- **Παραγγελιοδόχος:** Μπορεί να εισάγει τις εντολές των πελατών του στο σύστημα, ενώ δεν επιτρέπεται να κάνει συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό.

- **Ειδικός Διαπραγματευτής Α:** Μπορεί να εισάγει τις εντολές των πελατών του στο σύστημα καθώς και να πραγματοποιεί συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό.

- **Ειδικός Διαπραγματευτής Β:** Μπορεί να εισάγει και εντολές πελατείας ή/και να διαπραγματεύεται για ίδιο λογαριασμό. Έχει, όμως, την επιπρόσθετη υποχρέωση να διαβιβάζει, σε συνεχή βάση, ταυτόχρονες δηλώσεις αγοράς και πώλησης για τα συγκεκριμένα παράγωγα προϊόντα, για τα οποία έχει αναλάβει τη σχετική υποχρέωση. Για τη δέσμευσή του αυτή απολαμβάνει μειωμένες προμήθειες συναλλαγών.

Ο κανονισμός λειτουργίας της Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. συμβαδίζει με τον εκσυγχρονισμό που έλαβε χώρα την ίδια περίοδο και στο

Χρηματιστήριο Αθηνών. Τα βασικότερα ζητήματα που αποτελούν το περιεχόμενο του κανονισμού είναι:

- Ø Η οργάνωση της χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων
- Ø Η λειτουργική επάρκεια των μελών της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε.
- Ø Οι τράπεζες περιθωρίου Ασφάλισης
- Ø Οι τράπεζες διακανονισμού
- Ø Η διαφάνεια και εποπτεία των συναλλαγών
- Ø Τα χαρακτηριστικά των προϊόντων
- Ø Τους κανόνες διαπραγμάτευσης των προϊόντων
- Ø Τους κανόνες εκκαθάρισης των εισηγμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων
- Ø Τα περιθώρια ασφάλισης

Τα μέλη της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

- **Άμεσο Μέλος** της Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. που δικαιούται να εκκαθαρίζει αποκλειστικά συναλλαγές που διενεργεί το ίδιο ως Μέλος της αγοράς παραγώγων για ίδιο λογαριασμό ή/και για πελάτες.

- **Γενικό Μέλος** της Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. που δικαιούται να εκκαθαρίζει συναλλαγές επί όλων των κατηγοριών των παράγωγων προϊόντων που έχουν συναφθεί από οποιοδήποτε Μέλος της αγοράς παραγώγων, με το οποίο έχει προηγουμένως συμβληθεί.

Τέλος, σε ότι αφορά στην καθημερινή διευθέτηση των χρηματοροών που προκύπτουν από τις συναλλαγές, προβλέπονται δύο είδη τραπεζών για την αγορά παραγώγων του Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. και την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε.: οι Τράπεζες Περιθωρίου Ασφάλισης και η Τράπεζα Διακανονισμού. Οι Τράπεζες Περιθωρίου Ασφάλισης είναι οι τράπεζες στις οποίες τηρούνται οι λογαριασμοί ενεχύρου των επενδυτών στην αγορά παραγώγων, ενώ η Τράπεζα Διακανονισμού είναι αρμόδια να τηρεί τους λογαριασμούς ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού των συναλλαγών των Μελών και της Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε..

1.4. ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗΣ

Η ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών με σύγχρονα μέσα αποτελεί μια από τις βασικές προτεραιότητες του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Για τον λόγο αυτό, η διεξαγωγή των συναλλαγών γίνεται ηλεκτρονικά (screen trading) από τους χώρους των εταιρειών – Μελών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Η διαπραγμάτευση των παραγώγων γίνεται μέσω του Ηλεκτρονικού Συστήματος Διαπραγμάτευσης Ο.Α.Σ.Η.Σ (Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών). Ο λόγος που, από την έναρξη της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Παραγώγων, επιλέχθηκε η ανάπτυξη και εγκατάσταση ενός πλήρως αυτοματοποιημένου ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών, είναι ότι προάγει τη ρευστότητα της αγοράς, μειώνει το κόστος λειτουργίας των συναλλαγών, μειώνει τα ανοίγματα των τιμών και καθιστά ελκυστικότερο το χρηματιστήριο παραγώγων.

Τα μέλη των Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. διενεργούν τις συναλλαγές τους χρησιμοποιώντας ηλεκτρονικούς υπολογιστές. Τόσο τα δίκτυα των ηλεκτρονικών υπολογιστών όσο και το σύστημα συναλλαγών είναι συνδεδεμένα με το Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών (Δ.Χ.Σ) του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η αρχιτεκτονική πελάτη/εξυπηρετητή (client/server), που επιλέχθηκε για την υλοποίηση, προσδιορίζει τρία επίπεδα δόμησης του συστήματος:

A) Τους ηλεκτρονικούς εξυπηρετητές (application servers) που βρίσκονται στην αίθουσα υπολογιστών του Χ.Α.Α και αποτελούν την υπολογιστική πλατφόρμα για τον πυρήνα της εφαρμογής.

B) Τους σταθμούς συγκέντρωσης/υποδοχής μηνυμάτων (gateways) που βρίσκονται τοποθετημένοι στο χώρο των Μελών και αποτελούν το συνδετικό κρίκο ανάμεσα στα κεντρικά συστήματα και στους υπολογιστές των τελικών χρηστών (διαπραγματευτών και εκκαθαριστών). Υπάρχει ένας τέτοιος υπολογιστής ανά Μέλος Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. ο οποίος συνδέεται σε δύο δίκτυα ταυτόχρονα : στο δίκτυο χρηματιστηριακών συναλλαγών και στο τοπικό δίκτυο του Μέλους.

Γ) Τους σταθμούς εργασίας που βρίσκονται στα γραφεία των Μελών του Χρηματιστηρίου παραγώγων Αθηνών και της Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. και στους οποίους είναι εγκατεστημένες οι client εφαρμογές διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης που ανταλλάσσουν πληροφορίες με το κεντρικό σύστημα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

2.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial derivatives), είναι κάθε τύπος συναλλαγής, η αξία της οποίας εξαρτάται από την αξία ενός άλλου προϊόντος (για αυτό ονομάζονται και εξαρτώμενες απαιτήσεις – contingent claims). Ως παράγωγο προϊόν θεωρείται μια διμερής σύμβαση της οποίας η αξία εξαρτάται από την αξία μιας υποκείμενης κινητής αξίας ή ενός δείκτη. Η τιμή του παράγωγου προϊόντος συνδέεται με την εξέλιξη στην τιμή άλλων, πρωτογενών, προϊόντων. Επομένως, τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε μετοχές, δείκτες μετοχών, ομολογίες, συνάλλαγμα ή εμπορεύματα.

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

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς, έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά: Πρώτον, είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς, και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά. Τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση. Δεύτερον, κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή, έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ότι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές.

Γνωστά παράγωγα προϊόντα, τα οποία διαπραγματεύονται διεθνώς, είναι:

α) Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) όπου δύο αντισυμβαλλόμενοι συμφωνούν δεσμευτικά την αγορά ή την πώληση ενός προϊόντος – τίτλου στη τιμή η

οποία καθορίζεται κατά τη σύναψη του συμβολαίου, ενώ η παράδοση και η πληρωμή ορίζονται να γίνουν σε κάποια μελλοντική ημερομηνία.

β) Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) που δίνουν στον αγοραστή τους το δικαίωμα να παραδώσει ή να απαιτήσει την παράδοση ενός καθορισμένου προϊόντος σε μια προκαθορισμένη τιμή εντός μίας προκαθορισμένης χρονικής περιόδου.

2.2. ΑΙΤΙΑ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ

Τα παράγωγα προϊόντα αναπτύχθηκαν κυρίως μετά τις εξελίξεις της παύσης του συστήματος σταθερών ισοτιμιών στις αρχές της δεκαετίας του 1970 και της ανάγκης να αντιμετωπισθεί ο συναλλαγματικός κίνδυνος. Τότε δημιουργήθηκε στην παγκόσμια αγορά η ανάγκη ύπαρξης κάποιων προϊόντων που να αντισταθμίζουν τις τιμές του συναλλάγματος, των επιτοκίων και των μετοχών. Σε περιόδους μεγάλων διακυμάνσεων ή παρατεταμένης πτώσης των χρηματιστηρίων, τα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα αποτέλεσαν την «ασπίδα προστασίας» των επενδυτών που ήθελαν να προβούν σε αγοραπωλησίες και δεν τους βοηθούσε το χρηματιστηριακό κλίμα.

Ο σκοπός της δημιουργίας των παράγωγων προϊόντων δεν ήταν άλλος από την διασφάλιση ή την αντιστάθμιση των κινδύνων (hedging) που προέρχονται από οποιοδήποτε είδους χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Σκεφτείτε τις πράξης επί παραγώγων που αποσκοπούν στην αντιστάθμιση κάποιου κινδύνου, σαν το ασφάλιστρο που πληρώνετε για το αυτοκίνητο σας, ή για το σπίτι σας. Αν δεν χρειαστεί να απαιτήσετε κάποια αποζημίωση από την ασφαλιστική σας εταιρία, το ποσό που πληρώσατε (δηλαδή το ασφάλιστρο) χάνεται. Η πιθανότητα όμως να συμβεί κάτι στο αυτοκίνητο ή στο σπίτι σας (δηλαδή στο κεφάλαιο σας), σας οδηγεί στην ανανέωση της ασφάλισής του.

2.3. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Τα παράγωγα δεν είναι χρηματιστηριακά προϊόντα που εμφανίστηκαν τις τελευταίες δεκαετίες στις χρηματιστηριακές αγορές. Αυτό που συνέβη τα τελευταία έτη είναι η

έκρηξη που έλαβε χώρο στο ύψος των κεφαλαίων που διακινούνται. Θεωρείται ότι πρωτοεμφανίστηκαν το 3.500 π.Χ από τους Φοίνικες, οι οποίοι εμπορεύονταν προϊόντα και οι συμφωνίες τους βασίζονταν στην πραγματοποίηση αγορών και πωλήσεων σε μελλοντικές ημερομηνίες.

Στην αρχαία Ελλάδα γύρω στο 330 π.Χ αναφέρεται, το πρώτο ιστορικό παράδειγμα χρήσης παραγώγου δικαιώματος ,από τον Αριστοτέλη ότι το σκέφτηκε ο φιλόσοφος Θαλής ο Μιλήσιος. Αυτός προέβλεψε σωστά μεγάλη ελαιοπαραγωγή μετά από ένα έτος και πεπεισμένος για την πρόβλεψή του αυτή, σύναψε συμβόλαια με τους ελαιοτριβείς της περιοχής για δικαίωμα χρήσης των ελαιοτριβείων τους, με καταβολή μικρής εγγύησης σε αυτούς. Όταν το φθινόπωρο δικαιώθηκε η πρόβλεψή του, οι ελαιοτριβείς του κατέβαλλαν πολλαπλάσια ποσά προκειμένου να μην κάνει χρήση του δικαιώματός του και με αυτόν τον τρόπο απέκτησε μεγάλη περιουσία. Έτσι, ο Θαλής εφάρμοσε το πρώτο γνωστό δικαίωμα προαίρεσης αγοράς (call option) και αν η σοδειά δεν ήταν καλή θα το άφηνε να εκπνεύσει χωρίς να το ασκήσει (Μαλινδρέτου Β., Μαλινδρέτος Π., 2000).

Στις εμπορικές εκθέσεις του δωδέκατου αιώνα στην Ευρώπη, εμφανίζονται συμβόλαια που υπόσχονταν τη μελλοντική παράδοση των αγαθών που συμφωνούνταν. Τον δέκατο έβδομο αιώνα, από το 1634 έως το 1637, τα παράγωγα ξαναεμφανίζονται στην Ολλανδία κατά την εποχή της «τρέλας της τουλίπας». Οι παραγωγοί και οι αγοραστές έκλειναν συμφωνίες με προκαταβολές με σκοπό να αγοράσουν και να πουλήσουν σε μελλοντική ημερομηνία συγκεκριμένους τύπους τουλίπας προκειμένου να αντισταθμίσουν (hedge) το κίνδυνό τους στην περίπτωση που η συγκομιδή ήταν φτωχή. Πιο συγκεκριμένα, υπήρχαν οι παρακάτω επιλογές:

α) οι αγοραστές τουλίπων αγόραζαν δικαιώματα αγοράς (call options), το δικαίωμα δηλαδή να αγοράσουν τουλίπες σε μία συγκεκριμένη τιμή σε μία προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία για να ασφαλίσουν τις θέσεις τους εάν οι τιμές στην αγορά αυξάνονταν σημαντικά.

β) Οι παραγωγοί αγόραζαν δικαιώματα πώλησης (put options), το δικαίωμα δηλαδή να πουλήσουν τη συγκομιδή τους σε μία συγκεκριμένη τιμή σε μια προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία για να είναι ασφαλισμένοι σε περίπτωση που οι τιμές μειώνονταν σημαντικά.

Η παραπάνω διαδικασία όμως δεν σταμάτησε στις συμφωνίες, αλλά οδήγησε στη δημιουργία μιας δευτερογενούς αγοράς στην οποία οι κερδοσκόποι βρήκαν την ευκαιρία να προβούν σε συναλλαγές βασιζόμενοι σε διακυμάνσεις των τιμών των συμβολαίων της τουλίπας.

Στο τέλος του δέκατου ένατου αιώνα, και συγκεκριμένα το 1868, ιδρύεται το Chicago Board Of Trade, γεγονός που έμελλε να αποτελέσει τον πρόγονο της σύγχρονης και συνεχούς παρουσίας των παραγώγων προϊόντων στη χρηματοοικονομική αγορά. Η πρώτη οργανωμένη και θεσμικά κατοχυρωμένη αγορά παραγώγων ήταν γεγονός.

Τα πρώτα χρηματιστήρια παραγώγων ιδρύθηκαν το 1973 στο Σικάγο από το Chicago Boards of Trade και το Chicago Mercantile Exchange. Ακολούθησε το New York Stock Exchange, το American Stock Exchange, καθώς και τα χρηματιστήρια του Montreal, του Sydney και του Toronto. Τα περισσότερα από τα υπόλοιπα χρηματιστήρια παραγώγων ιδρύθηκαν τις δεκαετίες του '80 και του '90 (Hull, 2006), (Andersen,2006).

Τα τελευταία 15 χρόνια οι αγορές παραγώγων απογειώθηκαν. Ξεκινώντας από την Αμερική, γρήγορα εδραιώθηκαν και στην Ευρώπη. Ακολουθώντας αυτές τις εξελίξεις η ελληνική αγορά καθιέρωσε τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε. ή Futures) και τα Δικαιώματα Προαίρεσης (Δ.Π. ή Options) ως απαραίτητα εργαλεία για την υγιή ανάπτυξη της.

2.4. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά και πλεονεκτήματα των χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

i) Προσφέρουν μερική ή ολική αντιστάθμιση του κινδύνου ζημίας που συνοδεύει τα πρωτογενή (υποκείμενα) προϊόντα, που προμηθεύεται ένας επενδυτής, λόγω απρόβλεπτης μείωσης των τιμών τους,

ii) Τα παράγωγα προϊόντα έχουν αποδόσεις και τα ίδια ως επενδύσεις, που μάλιστα μπορεί να είναι κατά κανόνα σχετικά υψηλές, καθότι ενσωματώνουν και τις τιμές των πρωτογενών προϊόντων. Έχουν με άλλα λόγια επί πλέον και την ιδιότητα της αποδοτικής αυτοτελούς επένδυσης, αλλά συνοδεύονται επίσης με κίνδυνο.

iii) Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να αλλάξει θέση ανάλογα με την κίνηση και τις προοπτικές των τιμών, δηλαδή από αγοραστής να γίνει πωλητής και αντίθετα. Με την δυνατότητα του αυτή ο επενδυτής ακόμη και πριν από την λήξη ενός δικαιώματος, μπορεί όχι μόνο να διασφαλιστεί από τον κίνδυνο των πρωτογενών μετοχών, αλλά και να επιτύχει και πρόσθετες επιδόσεις.

iv) Ο επενδυτής με σχετικά μικρή δέσμευση κεφαλαίων, δηλαδή την καταβολή μόνο της τιμής της σύμβασης ενός δικαιώματος και ένα τμήμα της αξίας ως περιθώριο ασφάλισης έχει δυνατότητες αγοράς συμβολαίων για πολύ μεγαλύτερα κεφάλαια. Έτσι, με μικρό κεφάλαιο, ο επενδυτής είναι σε θέση να επιτύχει εξαιρετικά μεγάλες αποδόσεις αν επαληθευτούν οι προβλέψεις του, αλλά παράλληλα να υποστεί και μεγάλες ζημιές αν αυτές διαψευστούν.

v) Τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν συμβόλαια υπό μελλοντική αίρεση και έχουν καθορισμένη χρονική διάρκεια για την άσκηση τους. Σύνηθες τυπικό μέγεθος κάθε συμβολαίου είναι τα 100 τεμάχια.

vi) Τα παράγωγα προϊόντα είναι τυποποιημένα και επομένως εύχρηστα κατά τη χρήση τους και έχουν μεγάλο βαθμό ρευστότητας. Έτσι, ο επενδυτής μπορεί με μια κίνηση σε ένα παράγωγο προϊόν, να αποφύγει πολλές συναλλαγές που θα χρειαζόταν να κάνει στην αγορά των πρωτογενών μετοχών.

vii) Οι συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα έχουν εγκυρότητα και διεκπεραιώνονται ταχύτητα με χαμηλό συναλλακτικό κόστος. Για τη εγκυρότητα των συναλλαγών λειτουργούν υπερσύγχρονα γραφεία συμψηφισμού, που έχουν αυτοματοποιήσει και συντομεύσει το διακανονισμό και κάνουν συνεχή ενημέρωση για τις συναλλαγές και τις τιμές των παράγωγων προϊόντων.

viii) Λόγω του ότι οι τιμές των παράγωγων προϊόντων καταχωρούνται στο ηλεκτρονικό σύστημα του χρηματιστηρίου παραγώγων, ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να τις παρακολουθεί εύκολα και να μεταβάλλει αυτόματα την θέση του με μία εντολή.

ix) Η τοποθέτηση των επενδυτών σε δικαιώματα παράγωγων προϊόντων, τους απαλλάσσει βασικά από την ανάγκη συνεχούς παρακολούθησης των τιμών των μετοχών και τους αφήνει άνεση χρόνου για να διαμορφώνουν σωστές εκτιμήσεις για τις μακροπρόθεσμες προοπτικές των εταιρειών που τις έχουν εκδώσει.

χ) Με τις δυνατότητες και τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν τα παράγωγα προϊόντα ο επενδυτής υποτίθεται ότι διαμορφώνει ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων και πιο συγκεκριμένα αυτό που θα ελαχιστοποιεί το κίνδυνο των επενδύσεων χωρίς ανάλογη δέσμευση κεφαλαίων (Μαλινδρέτου Β., Μαλινδρέτος Π., 2000).

Όπως προαναφέρθηκε, ένα βασικό χαρακτηριστικό των παραγώγων είναι η μόχλευση (leverage) που προσφέρουν στους επενδυτές, δηλαδή η χρήση ενός μικρού ποσού κεφαλαίου για το άνοιγμα μιας θέσης για την επίτευξη μιας προσδοκίας τους.

Αυτό το γεγονός όμως πρέπει να προσεχθεί διότι ναι μεν σε περίπτωση κέρδους η απόδοση του χρησιμοποιηθέντος κεφαλαίου μπορεί να είναι μεγάλη, σε περίπτωση όμως ζημιάς, ο επενδυτής μπορεί να υποστεί ζημιά υψηλότερη του κεφαλαίου που χρησιμοποίησε. Συνεπώς οι επενδυτές θα πρέπει να χρησιμοποιούν τα παράγωγα για μόχλευση, αλλά ταυτόχρονα να θέτουν και όρια (stop loss) στα οποία να κλείνουν τη θέση τους προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος να αντιμετωπίσουν σημαντικού ύψους ζημιές.

2.5. ΤΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ ΤΟΥ ΧΠΑ

Τα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στην αγορά παραγώγων του χρηματιστηρίου Αθηνών είναι συμβόλαια βασισμένα σε διάφορες χρηματοοικονομικές αξίες, όπως μετοχές, δείκτες μετοχών, επιτόκια και ομόλογα. Η αξία τους, η επενδυτική συμπεριφορά τους και η απόδοσή τους εξαρτώνται από τη χρηματοοικονομική αξία πάνω στην οποία εκδίδονται. Καθώς τα συμβόλαια αυτά συναλλάσσονται στην αγορά παραγώγων του χρηματιστηρίου Αθηνών είναι τυποποιημένα και προσδιορίζονται πλήρως από το είδος του συμβολαίου, την υποκειμενική αξία και τους συγκεκριμένους όρους του συμβολαίου.

Τα παράγωγα προϊόντα μπορούν να διακριθούν στις εξής βασικές κατηγορίες: Προθεσμιακά συμβόλαια (forwards), Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures), Δικαιώματα Προαίρεσης (options), συμβόλαια ανταλλαγής σε μετοχές, σε συνάλλαγμα και σε επιτόκια (equity swaps, currency swaps και interest rate swaps), και σε διάφορα άλλα παράγωγα προϊόντα (παραστατικά απόκτησης μετοχών, equity warrants) και ειδικά είδη παραγώγων (hybrids, exotics).

Τα προϊόντα που κατά κύριο λόγο διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών είναι τα παρακάτω:

- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE 20
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο 10ετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου
- Δικαιώματα Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE 20
- Δικαιώματα Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40
- Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές
- Σύμβαση πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς (Repos)
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε μετοχές
- Δικαιώματα Προαίρεσης στην ισοτιμία Ευρώ / Δολαρίου
- Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην ισοτιμία Ευρώ / Δολαρίου
- Σύμβαση αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης (Reverse Repos)

Μια από τις βασικότερες και πιο «απλές» κατηγορίες παράγωγων προϊόντων είναι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ). Τα ΣΜΕ αποτελούν πολυδιάστατα επενδυτικά εργαλεία μέσω των οποίων ένας επενδυτής μπορεί να αποκομίσει κέρδη σε ανοδική ή καθοδική τάση αγοράς και τα οποία θα αναλυθούν στη συνέχεια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

3.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι μια δεσμευτική συμφωνία αγοράς ή πώλησης μιας σταθερής ποσότητας και ποιότητας (για εμπορεύματα) ενός υποκειμένου περιουσιακού στοιχείου σε μια μελλοντική ημερομηνία και σε συμφωνημένη τιμή, χαρακτηριστικά τα οποία καθορίζονται κατά τη σύναψη συναλλαγής στο συμβόλαιο. Υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι μεταξύ άλλων οι τιμές συναλλάγματος, τα επιτόκια, τα ομόλογα, οι εισηγημένες μετοχές, τα εμπορεύματα, και χρηματοοικονομικοί - χρηματιστηριακοί δείκτες.

Είναι στην ουσία μια συμφωνία μεταξύ δυο αντισυμβαλλόμενων, ο ένας εκ των οποίων υπόσχεται να αγοράσει και ο άλλος να πουλήσει, μία συγκεκριμένη ποσότητα ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος, σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία και σε καθορισμένη τιμή.

Είναι τυποποιημένα συμβόλαια των οποίων η πληρωμή και παράδοση καθορίζονται από την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. (ΕΤΕΣΕΠ). Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) παρέχει τυποποιημένους όρους (μέγεθος συμβολαίου ή αξία και ημερομηνία παράδοσης) στα προϊόντα που συναλλάσσονται.

3.1.1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης με Φυσική παράδοση και Συμβόλαια Εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης διακρίνονται σε συμβόλαια με φυσική παράδοση και συμβόλαια εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα. Τα συμβόλαια πάνω σε χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι στο μεγαλύτερο ποσοστό τους συμβόλαια εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, ενώ αντίθετα τα συμβόλαια σε προϊόντα (αγροτικών, μετάλλων κτλ) είναι κυρίως συμβόλαια με φυσική παράδοση.

Αγοραστής Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Ο αγοραστής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης ανοίγει θετική θέση (long position) προβλέποντας άνοδο της προθεσμιακής τιμής του υποκείμενου τίτλου.

Πωλητής Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Ο πωλητής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης ανοίγει αρνητική θέση (short position) αναμένοντας μείωση της προθεσμιακής τιμής του υποκείμενου τίτλου.

Μέγεθος Συμβολαίου

Το μέγεθος του συμβολαίου διαμορφώνεται από τον πολλαπλασιαστή που ορίζεται από την οργανωμένη αγορά και που αντιστοιχεί σε κάθε μονάδα του υποκείμενου τίτλου. Για παράδειγμα, το μέγεθος ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω σε χρηματιστηριακό δείκτη με πολλαπλασιαστή 20 ευρώ ανά μονάδα και τρέχον επίπεδο δείκτη 850, ανέρχεται σε 17000 ευρώ.

Τιμή Συμβολαίου

Οι προθεσμιακές τιμές εκφράζονται σε μονάδες ενός νομίσματος και στις υποδιαίρεσεις αυτού. Μπορεί, για παράδειγμα, να εκφράζεται σε ευρώ και cents. Μπορεί επίσης να εκφράζεται σε άλλα μεγέθη, όπως ποσοστό (π.χ στα επιτόκια) ή μονάδες (π.χ στους δείκτες).

Ελάχιστη Μεταβολή Τιμής

Η ελάχιστη μεταβολή της τιμής (αύξηση ή μείωση) καθορίζεται από την οργανωμένη αγορά ανάλογα με τον υποκείμενο τίτλο και αφορά το ελάχιστο ύψος που μπορεί να μεταβληθεί η τιμή του υποκείμενου τίτλου σε κάθε πράξη και κατα συνέπεια και η συνολική αξία του συμβολαίου. Με άλλα λόγια, είναι η ελάχιστη απαιτούμενη διακύμανση που θα πρέπει να εμφανίσει η αξία του συμβολαίου, ώστε να γίνει διαπραγμάτευση. Η ελάχιστη μεταβολή της τιμής, γνωστή σαν tick, εξυπηρετεί την ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Για παράδειγμα, στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συνάλλαγμα η ελάχιστη αυτή διακύμανση σχετίζεται με την ελάχιστη μεταβολή που πρέπει να εμφανίσει το ένα νόμισμα σε σχέση με το δεύτερο. Εάν η ελάχιστη αυτή μεταβολή είναι 0,02 cents ή 0,0002 USD ανά EUR, ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης αγοράς EUR έναντι USD με μέγεθος 50000 ευρώ έχει συνολική αξία μεταβολής σε USD 10, δηλαδή $50000 \cdot 0,02$.

Ημερήσια Όρια Τιμής

Η συνολική μεταβολή της τιμής σε μία συνεδρίαση τίθεται από την οργανωμένη αγορά και σχετίζεται με την τιμή κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας.

Δηλαδή, η τιμή του κάθε υποκείμενου τίτλου ή προϊόντος δεν επιτρέπεται σε μια ημερήσια συναλλαγή να υπερβεί ένα ποσοστό (limit up) και παράλληλα δεν μπορεί να μειωθεί πέρα από ένα ποσοστό (limit down). Στην περίπτωση που υπάρξει υπέρβαση αυτού του ορίου, η διαπραγμάτευση του συγκεκριμένου συμβολαίου σταματά, ώστε να αποφευχθούν οι υψηλές και βίαιες μεταβολές στην αγορά με στόχο την προστασία των επενδυτών.

Όρια Θέσεως

Η αγορά θέτει και τα όρια (position limits), δηλαδή το μέγιστο αριθμό των συμβολαίων που μπορεί να κατέχει ένας επενδυτής. Στόχος του μέτρου αυτού είναι η προστασία του επενδυτή από αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεών του και παράλληλα η προστασία της αγοράς από χειραγώγηση. Για παράδειγμα, μπορεί να καθορίζεται ότι ο κάθε επενδυτής μπορεί να κατέχει 1000 συμβόλαια συνολικά και όχι περισσότερα από 100 για κάθε μήνα παράδοσης.

Ημερομηνία Λήξεως

Είναι η ημερομηνία κατά την οποία το συμβόλαιο λήγει και πάντα προηγείται χρονικά κατά μία ή δύο ημέρες της ημερομηνίας τελικής εκκαθάρισης. Η ημέρα και η ώρα λήξεως για κάθε σειρά συμβολαίων προσδιορίζονται επακριβώς από την οργανωμένη αγορά. Η λήξη των συμβολαίων συνήθως ακολουθεί τον μηνιαίο ή τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής.

Ημερομηνία Τελευταίας Συναλλαγής

Η ημέρα τελευταίας συναλλαγής (last trading date) του συμβολαίου μπορεί να συμπίπτει με την ημερομηνία λήξεως ή να προηγείται της ημέρας λήξεως. Η διαπραγμάτευση σταματά κάποια ώρα πριν από τη λήξη της διαπραγμάτευσης του υποκείμενου τίτλου στην υποκείμενη αγορά, ώστε η τιμή εκκαθάρισης να μην είναι γνωστή.

Ημερομηνία Τελικής Εκκαθάρισης

Ημερομηνία τελικής εκκαθάρισης (settlement date) συνήθως προσδιορίζεται μια ημέρα της τρίτης εβδομάδας του μήνα της εκπνοής. Εάν η ημέρα αυτή δεν είναι εργάσιμη, ημέρα εκκαθάρισης ορίζεται η προηγούμενη ή σε άλλες περιπτώσεις η επόμενη εργάσιμη.

Δηλαδή, η αγορά προσδιορίζει ότι η παράδοση του υποκείμενου τίτλου ή προϊόντος θα γίνει κατά τη διάρκεια ενός συγκεκριμένου μήνα και ότι υπάρχει δυνατότητα το υποκείμενο να παραδοθεί ή με άλλα λόγια το συμβόλαιο να κλείσει οποιαδήποτε ημέρα του μήνα. Σε κάποιες περιπτώσεις καθορίζεται απλά η περίοδος (εβδομάδα) του μήνα που θα γίνει η παράδοση. Μια ή δύο ημέρες πριν την εκκαθάριση(ημερομηνία λήξεως) το συμβόλαιο παύει να διαπραγματεύεται στην αγορά.

Ημερήσια Τιμή Εκκαθάρισης

Η ημερήσια τιμή εκκαθάρισης (daily settlement value) διαμορφώνεται κατά τη διαπραγμάτευση του συμβολαίου στην αγορά παραγώγων και χρησιμοποιείται για την καθημερινή αποτίμηση της κάθε θέσης. Συνήθως είναι μια σταθμισμένη με βάση τον όγκο συναλλαγών τιμή.

Τελική Τιμή Εκκαθάρισης

Η τιμή εκκαθάρισης (settlement value) είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου, όπως διαμορφώνεται στην αγορά διαπραγμάτευσης του (υποκείμενη αγορά) κατά την ημέρα λήξεως.

Κέρδος Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Το κέρδος ενός συμβολαίου εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα σχετίζεται με την θέση (θετική ή αρνητική), την τιμή αγοράς ή πώλησης του συμβολαίου, την τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά την ημέρα εκκαθάρισης και από τον πολλαπλασιαστή.

Εάν υποθέσουμε ότι ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε χρηματιστηριακό δείκτη αγοράς εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, με πολλαπλασιαστή 200 ευρώ, αγοράστηκε στις 1200 μονάδες και στη λήξη του συμβολαίου έχει διαμορφωθεί στις 1280 μονάδες, ο αγοραστής του έχει κερδίσει 1600 ευρώ ή $(1280 - 1200) * 200$. (Αγγελόπουλος, 2005)

Επιπλέον χαρακτηριστικά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι ο ημερήσιος διακανονισμός και το περιθώριο ασφάλισης. Σύμφωνα με τους όρους κάθε συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, ο επενδυτής που έχει ανοικτή θέση σε ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης υπόκειται σε καθημερινή πίστωση/χρέωση των ζημιών/κερδών που προκύπτουν από την τιμή διακανονισμού των εν λόγω συμβολαίων.

Η τιμή διακανονισμού καθορίζεται από τον εκκαθαριστικό οίκο και είναι η τιμή με βάση την οποία θα εκκαθαριστούν οι ανοικτές θέσεις κατά την επόμενη εργάσιμη ημέρα. Επιπλέον, κάθε επενδυτής που έχει ανοικτή θέση σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης οφείλει να δεσμεύει ένα χρηματικό ποσό (περιθώριο ασφάλισης) για όσο καιρό διατηρεί τη θέση του με σκοπό να εγγυηθεί την τήρηση των υποχρεώσεων κατά την ημερομηνία παράδοσης(ή εκκαθάρισης) του υποκείμενου τίτλου.

3.1.2. ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Η δίκαιη συναλλαγή σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα βασίζεται στο γεγονός ότι τα συμβόλαια αυτά είναι τυποποιημένα. Αυτό σημαίνει ότι όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά αναλαμβάνουν δικαιώματα και υποχρεώσεις που βασίζονται στους ίδιους, ακριβώς προσδιορισμένους, όρους και συνθήκες. Για καθένα από αυτά τα τυποποιημένα συμβόλαια, η αγορά παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών θέτει τιμές σε πραγματικό χρόνο.

Τα τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ονομάζονται και σειρές Σ.Μ.Ε. (future series). Τα τυποποιημένα στοιχεία περιλαμβάνουν:

- Ø Υποκείμενη Αξία (Underlying asset/instrument): Η υποκειμενική αξία είναι ο τίτλος ή το προϊόν, το οποίο ο αγοραστής του συμβολαίου αναλαμβάνει να αγοράσει και ο πωλητής αναλαμβάνει να πουλήσει.
- Ø Τιμή συμβολαίου (Futures price): Η τιμή συμβολαίου είναι η τιμή στην οποία ο αγοραστής του Συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης πρέπει να πληρώσει στον πωλητή στην ημερομηνία λήξης.
- Ø Ημερομηνία παράδοσης (Delivery date): Η ημέρα αγοραπωλησίας του τίτλου στην προκαθορισμένη τιμή. Τα ΣΜΕ στους δείκτες FTSE/ASE 20 και FTSE/ASE Mid 40 έχουν συγκεκριμένες ημερομηνίες λήξης. Πιο συγκεκριμένα η ημερομηνία λήξης είναι πάντα η 3η Παρασκευή του μήνα, ή η προηγούμενη εργάσιμη μέρα, αν αυτή δεν είναι εργάσιμη. Κάθε στιγμή υπάρχουν προς συναλλαγή 6 σειρές ΣΜΕ με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης. Δηλαδή ο επενδυτής, επιλέγοντας να αγοράσει ή να πουλήσει μια σειρά ΣΜΕ, επιλέγει αυτόματα και την ημερομηνία λήξης του. Τα ΣΜΕ που έχουν την ίδια ημερομηνία λήξης και τον ίδιο υποκείμενο τίτλο λέγεται ότι ανήκουν στην ίδια σειρά.

3.2. ΕΙΔΗ FUTURES ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Αν και σχετικά καινούργια επενδυτικά εργαλεία, τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης έχουν ήδη καθιερωθεί ως ένα πολύ εύχρηστο εργαλείο για το ελληνικό επενδυτικό κοινό. Τα συμβόλαια που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών είναι τα παρακάτω (σύμφωνα με το Χ.Π.Α):

- Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε μετοχές
- Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/ASE 20
- Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/ASE 40
- Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο 10ετες ομόλογο του ελληνικού δημοσίου.

- Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD

3.2.1 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ

Πρόκειται για συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης που ως υποκείμενη αξία έχουν συγκεκριμένες μετοχές. Έχουν όλα τα πλεονεκτήματα και τις δυνατότητες χρήσης που παρέχουν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε δείκτες με την διαφορά ότι κατά την λήξη υπάρχει φυσική παράδοση της υποκείμενη μετοχής.

Είναι τυποποιημένα Συμβόλαια Μελλοντικής αξίας όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση. Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης αντιπροσωπεύει 100 μετοχές.

Στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί μετοχών η εκκαθάριση γίνεται αυτόματα μέσω ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού και φυσικής παράδοσης την ημέρα της τελικής εκκαθάρισης. Πιο συγκεκριμένα, η παράδοση γίνεται με βάση την τελική τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου : ο πωλητής του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης παραδίδει στον αγοραστή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης αριθμό μετοχών ίσο με το μέγεθος του συμβολαίου και λαμβάνει από αυτόν το πόσο του τελικού διακανονισμού.

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

Το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης επί μετοχές απευθύνεται σε όλους τους επενδυτές, ιδιώτες και θεσμικούς.

Οι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να το χρησιμοποιήσουν για την λήψη θέσης με μικρότερα κεφάλαια. Εξαιτίας της φυσικής παράδοσης των μετοχών στη λήξη του συμβολαίου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως υποκατάστατο της αγοράς μετοχών, ιδιαίτερα αν δεν υπάρχει το πλήρες διαθέσιμο κεφάλαιο από τον επενδυτή ή πρόκειται να είναι διαθέσιμο σε μελλοντική ημερομηνία. Επίσης, λόγω της δυνατότητας πώλησης του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, οι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να εκμεταλλευτούν το μικρό κόστος προμηθειών για να αντισταθμίσουν τη θέση τους στη μετοχή αντί να καταφύγουν σε ρευστοποίηση.

Οι θεσμικοί επενδυτές πέρα από το μικρό κόστος συναλλαγών, έχουν στην διάθεση τους το μέσο για να αναδιαρθρώσουν το χαρτοφυλάκιο τους μέσω της φυσικής παράδοσης ή παραλαβής μέτοχων, να επιτύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις μέσω στρατηγικών αγοράς συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης σε μετοχή Α και πώλησης συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης σε μετοχή Β, να αντισταθμίσουν την θέση τους σε μετοχές.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί μετοχές δημιουργήθηκαν για να καλύψουν ένα μεγάλο εύρος αναγκών των επενδυτών, τόσο για την μείωση του κινδύνου σε μετοχικά χαρτοφυλάκια όσο και για την δημιουργία στρατηγικών με μικρό κόστος συναλλαγών. Με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί μέτοχων ένας επενδυτής αποκτά τη δυνατότητα:

- 1) Να μειώσει τον κίνδυνο από τις κινήσεις της τιμής μιας μετοχής που περιλαμβάνεται στο χαρτοφυλάκιο του μέσω αντιστάθμισης. Πουλώντας συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί της μετοχής, ο επενδυτής εξουδετερώνει τις επιπτώσεις από την κίνηση της τιμής της μετοχής χάρη στα αντίθετα αποτελέσματα που αποδίδει η θέση σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Με αυτόν τον τρόπο κλειδώνει την τιμή πώλησης μια μετοχής στο μέλλον
- 2) Να κλειδώσει την τιμή αγοράς μιας μετοχής στον μέλλον (long hedge), αν δεν έχει σήμερα το απαιτούμενο κεφάλαιο να αγοράσει τη μετοχή, αλλά αναμένει κεφάλαιο στο μέλλον.
- 3) Να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο του με χαμηλό κόστος μέσω της φυσικής παράδοσης ή παραλαβής μετοχών στη λήξη.
- 4) Να αναπαράγει τα οφέλη από την κατοχή της μετοχής δεσμεύοντας ωστόσο μικρότερα κεφάλαια ή υπάρχουσες μετοχές του ως ενέχυρο.
- 5) Να δημιουργήσει συνδυαστικές θέσεις μεταξύ δυο μετοχών ή μετοχών και δεικτών.
- 6) Να πραγματοποιήσει εξισοροπιστική κερδοσκοπία μεταξύ των αγορών.
- 7) Να αλλάξει το βάρος μιας μετοχής στο χαρτοφυλάκιο του με μικρό κόστος συναλλαγών.

Τα πλεονεκτήματα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί μετοχών είναι :

A) ΕΥΚΟΛΙΑ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

- Δυνατότητα εκμετάλλευσης όλων των τάσεων της αγοράς. Η συμμετοχή στην καθοδική τάση της αγοράς με λήψη θέσης πώλησης σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης είναι εξίσου απλή και εύκολη με τη λήψη θέσης σε άνοδο της αγοράς μέσω αγοράς συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης.
- Εξασφαλισμένη ρευστότητα
- Δυνατότητα για άμεση ρευστοποίηση θέσεων και λήψη κερδών πριν από την λήξη του συμβολαίου
- Εγγύηση εκπλήρωσης από την Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε.
- Τυποποίηση των χαρακτηριστικών των συμβολαίων
- Η λήψη θέσης πώλησης σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί Μετοχών δεν υπόκειται στους περιορισμούς του up- tick rule που ισχύει για ανοικτές πωλήσεις μετοχών.

B) ΜΙΚΡΟΤΕΡΟ ΚΟΣΤΟΣ – ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

- Μικρότερο αρχικό κεφάλαιο, αφού η λήψη θέσης σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης απαιτεί απλά τη δέσμευση ενέχυρου(περιθώριο ασφάλισης) για το 12 – 21 % της αξίας της θέσης.
- Η δυνατότητα κάλυψης του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης με την μορφή όχι μόνο μετρητών αλλά και μετοχών επιτρέπει στους επενδυτές να κάνουν ακόμα καλύτερη χρήση του κεφαλαίου και του χαρτοφυλακίου τους. Για την αγορά ισάριθμων μετοχών απαιτείται η καταβολή σε μετρητά περίπου πενταπλάσιου κεφαλαίου. Σε σύγκριση με την αγορά με πίστωση που επίσης αξιοποιεί το υπάρχον χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί Μετοχών επιτρέπουν στον επενδυτή να ανοίξει μεγαλύτερη θέση, χωρίς επιπλέον επιβαρύνσεις και χωρίς περιορισμό στο ύψος της θέσης.
- Μικρότερα ανοίγματα τιμών μεταξύ των καλύτερων εντολών της αγοράς και πώλησης σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης μετοχής.

- Μικρότερο μέγεθος μεταβολής της τιμής (tick size) σε σύγκριση με αυτό της υποκείμενης μετοχής.
- Μόχλευση της απόδοσης επί του επενδυμένου κεφαλαίου.
- Μικρότερο κόστος προμηθειών έναντι των αντίστοιχων μετοχών.

Γ) ΧΡΗΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

- Καθημερινή αποτίμηση του κέρδους ή τη ζημίας και, συνεπώς, ορθολογικότερες αποφάσεις από τους επενδυτές.
- Δυνατότητα αντιστάθμισης για προστασία των επενδύσεων από τον κίνδυνο πιθανής πτώσης της τιμής της μετοχής και κλείδωμα τυχόν κερδών, χωρίς ανάγκη ρευστοποίησης του χαρτοφυλακίου.
- Δυνατότητα για αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου χωρίς ρευστοποίηση, μέσω της φυσικής παράδοσης στη λήξη.
- Δυνατότητα δημιουργίας συνδυαστικών θέσεων σε μετοχές.
- Εναλλακτικό επενδυτικό εργαλείο για διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και τη μεταβολή του βάρους σε κάποιες μετοχές.

3.2.2. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE 20

Ο δείκτης FTSE/ASE-20 δημιουργήθηκε το Σεπτέμβριο του 1997 από το διεθνή οργανισμό FTSE International και το τότε Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Ο FTSE/ASE-20 είναι βασισμένος στις 20 μεγαλύτερες εταιρίες που είναι εισηγμένες στην αγορά μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, από πλευράς κεφαλαιοποίησης και εμπορευσιμότητας. Ο σχεδιασμός και η λειτουργία του δείκτη βασίστηκε σε αυστηρές προδιαγραφές, ώστε να αντικατοπτρίζει με πιστότητα την πορεία 20 εταιριών από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, αλλά και γενικότερα την πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου. Σκοπός του δείκτη είναι να παρέχει ένα μέτρο σύγκρισης της απόδοσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών, υπολογισμένο σε πραγματικό χρόνο, πάνω στο οποίο μπορούν να στηριχθούν οι συναλλαγές της αγοράς παραγώγων.

Κατάλληλες για συμμετοχή στο δείκτη είναι οι 20 κοινές μετοχές με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, υπό την προϋπόθεση ότι πληρούν τα παρακάτω κριτήρια:

- Ø Όλες οι κυκλοφορούσες κατηγορίες κοινών μετοχών, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, μπορούν να περιληφθούν στο δείκτη.
- Ø Οι επενδυτικές εταιρίες εξαιρούνται από τη συμμετοχή στο δείκτη.
- Ø Οι κυκλοφορούσες μετοχές που απαρτίζουν το δείκτη απαιτείται να βρίσκονται σε ευρεία διασπορά και να μην είναι συγκεντρωμένες στην κατοχή περιορισμένου αριθμού ατόμων, τα οποία δρουν από κοινού.
- Ø Μία μετοχή για να περιληφθεί υποχρεούται να διαθέτει και την απαραίτητη ρευστότητα, δηλαδή πρέπει να διακινείται τις μισές εργάσιμες ημέρες στο διάστημα των έξι μηνών που προηγούνται κάθε αναθεώρησης του δείκτη. Επίσης, η αξία των συναλλαγών σε ετήσια βάση οφείλει να υπερβαίνει το 10% της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρίας ανά έτος.
- Ø Η Συμβουλευτική Επιτροπή πρέπει να ικανοποιηθεί ότι έχει υπολογιστεί με ακρίβεια και υπευθυνότητα η τιμή μίας μετοχής, ώστε να είναι εφικτός ο ακριβής καθορισμός της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρίας στο δείκτη.
- Ø Για να συμπεριληφθεί μία εταιρία στο δείκτη θα πρέπει να έχει συσταθεί και να υπόκειται σε φορολογία στην Ελλάδα.

Οι 20 εταιρίες που κάθε φορά απαρτίζουν το δείκτη FTSE/ASE-20 είναι, όπως ειπώθηκε, οι 20 μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Σήμερα, οι 20 αυτές εταιρίες είναι οι εξής:

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1

| ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΟΥ ΑΠΑΡΤΙΖΟΥΝ ΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE - 20 | |
|--|-----------------------------|
| 1. ALPHA BANK | 11. ΒΙΟΧΑΛΚΟ |
| 2. ΟΤΕ Α.Ε | 12. Ο.Π.Α.Π |
| 3. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε | 13. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε |
| 4. ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ | 14. COSMOTE |
| 5. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ | 15. ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ |
| 6. EFG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε | 16. ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΜΠΙΑΤΑΡΙΕΣ Α.Ε |
| 7. ΤΙΤΑΝ Α.Ε ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ | 17. ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε |
| 8. Δ.Ε.Η | 18. Κ.Α.Ε. Α.Ε |
| 9. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | 19. COCA COLA Ε.Ε.Ε. Α.Ε. |
| 10. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΗ Α.Ε | 20. HYATT REGENCY Α.Ε. |

Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 εκφράζεται σε μονάδες του δείκτη. Για να υπολογισθεί η χρηματική αξία (σε ευρώ) ενός τέτοιου Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης, απλά πολλαπλασιάζουμε την τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (μονάδες δείκτη) επί τον πολλαπλασιαστή. Για τα Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 ο πολλαπλασιαστής ορίστηκε στα 5 EURO ανά μονάδα δείκτη. Έτσι, ένα Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης που διαπραγματεύτηκε στις 2.185 μονάδες, έχει αξία 10.925 EURO.

Η τιμή συναλλαγής του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης, αν και δεν ακολουθεί πιστά τον υποκείμενο δείκτη, βρίσκεται συνήθως κοντά στην τιμή του. Καθώς οι τιμές των μετοχών αλλάζουν, η τιμή του δείκτη επαναπροσδιορίζεται λεπτό προς λεπτό και αυξομειώσεις της τιμής του επηρεάζουν αλλά και επηρεάζονται από την τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Τα Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης που έχουν την ίδια ημερομηνία λήξης και τον ίδιο υποκείμενο τίτλο, ανήκουν στην ίδια σειρά.

Τα Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 είναι συμβόλαια που επιτρέπουν σε Έλληνες και ξένους επενδυτές να αγοράζουν ή να πωλούν ένα χαρτοφυλάκιο 20 σημαντικών ελληνικών μετοχών.

Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους τα καθιστούν ισχυρά χρηματοοικονομικά εργαλεία στις υπηρεσίες θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών είτε αυτοί θέλουν να προστατεύσουν τις επενδύσεις τους από τις αυξομειώσεις της αγοράς, είτε θέλουν να ρισκάρουν το κεφάλαιό τους αποβλέποντας σε αυξημένες αποδόσεις.

Τα Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη προσφέρουν μοναδικά πλεονεκτήματα για τους επενδυτές, επιτρέποντας τους να :

- συμμετέχουν στην άνοδο ή πτώση της αγοράς με μία μόνο συναλλαγή, χωρίς να χρειάζεται να διαλέξουν συγκεκριμένες μετοχές,
- προστατεύουν, δυναμικά, την αξία των χαρτοφυλακίων τους στην περίπτωση μίας πτωτικής αγοράς,
- επιτυγχάνουν επαρκή διασπορά του ειδικού κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο που αντιπροσωπεύει ο δείκτης FTSE/ASE-20,
- χρησιμοποιούν το μοχλευμένο αποτέλεσμα του λογαριασμού περιθωρίου ασφάλισης στο οποίο βασίζεται το Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης,
- απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών,
- απολαμβάνουν μεγάλη ρευστότητα στις συναλλαγές λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων,
- απολαμβάνουν μικρότερα ανοίγματα τιμών σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης αγοράς.

3.2.3. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE Mid 40

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 αποτελείται από τις 40 αμέσως επόμενες μεγαλύτερες εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.) βάσει κεφαλαιοποίησης και εμπορευσιμότητας (οι 20 πρώτες συνθέτουν το δείκτη FTSE/ASE Mid 40). Η κεφαλαιοποίηση των 40 εταιριών που συμμετέχουν στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40

ανέρχεται περίπου στο 7% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Είναι σημαντικό να σημειωθεί η υψηλή διαφοροποίηση του δείκτη, στον οποίο αντιπροσωπεύονται πάνω από 15 κλάδοι οικονομικής δραστηριότητας.

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

Η τιμή του δείκτη υπολογίζεται ανά 30 δευτερόλεπτα, βάσει των τιμών διαπραγμάτευσης των μετοχών, καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας της αγοράς μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η τιμή του δείκτη FTSE/ASE Mid 40, τόσο κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης όσο και στο κλείσιμο, ανακοινώνεται από διάφορα μέσα επικοινωνίας και παροχής πληροφόρησης, κι έτσι είναι εύκολα προσβάσιμη για όλους τους επενδυτές.

Ο δείκτης τέθηκε σε ισχύ την 8η Δεκεμβρίου 1999 με τιμή βάσης 1000 μονάδες. Την εποπτεία της εύρυθμης λειτουργίας και την ευθύνη διαχείρισης του δείκτη έχουν το Χρηματιστήριο Αθηνών και ο διεθνής οργανισμός FTSE International.

Λόγω της ρευστότητας και μεταβλητότάς του, ο δείκτης αποδεικνύεται χρήσιμο εργαλείο για την ανάπτυξη παράγωγων προϊόντων, καθώς και άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων, έλκοντας την προσοχή των επενδυτών –θεσμικών και ιδιωτών– στην ελληνική αγορά.

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

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2

| ΟΝΟΜΑΣΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ | ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ | ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΤΑΘΜΙΣΗΣ |
|---|--------------------------------|-------------------|
| 1. ΕΓΝΑΤΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ) | Τράπεζες | 100% |
| 2. ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ) | Τράπεζες | 75% |
| 3. ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε. (ΚΟ) | Τράπεζες | 30% |
| 4. J&P – ΑΒΑΞ Α.Ε. (ΚΟ) | Κατασκευές | 40% |
| 5. ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. (ΚΟ) | Κατασκευές | 30% |
| 6. ΤΕΡΝΑ Α.Ε. (ΚΟ) | Κατασκευές | 40% |
| 7. ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ) | Συμμετοχών & παροχής συμβουλών | 30% |
| 8. ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε. (ΚΑ) | Συμμετοχών & παροχής συμβουλών | 30% |

| | | |
|--|---------------------------------|------|
| 9. ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ) | Συμμετοχών & παροχής συμβουλών | 100% |
| 10. ΑΤΤΙΚΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ) | Συμμετοχών & παροχής συμβουλών | 75% |
| 11. ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ) | Συμμετοχών & παροχής συμβουλών | 75% |
| 12. ΓΕΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ Α.Ε. (ΚΟ) | Συμμετοχών & παροχής συμβουλών | 75% |
| 13. ΔΕΛΤΑ SINGULAR Α.Ε. ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ (ΚΟ) | Πληροφορική | 75% |
| 14. ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. (ΚΟ) | Πληροφορική | 75% |
| 15. ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (ΚΟ) | Βασικά μέταλλα | 40% |
| 16. ΕΛΒΑΛ Α.Ε. (ΚΑ) | Βασικά μέταλλα | 40% |
| 17. Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ) | Βασικά μέταλλα | 50% |
| 18. ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΚΑ) | Βασικά μέταλλα | 40% |
| 19. ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΚΑ) | Βασικά μέταλλα | 30% |
| 20. ΙΑΣΩ Α.Ε. (ΚΟ) | Υγεία | 100% |
| 21. ΕΛΛ. ΒΙΟΜ. ΖΑΧΑΡΗΣ Α.Ε. (ΚΑ) | Τρόφιμα | 20% |
| 22. ΕΛΑΪΣ Α.Ε. ΕΛΑΙΟΥΡΓ. ΕΠΙΧ/ΣΕΙΣ (ΚΟ) | Τρόφιμα | 40% |
| 23. S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε. (ΚΟ) | Μη μεταλλικά ορυκτά & τσιμέντα | 50% |
| 24. Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ) | Μη μεταλλικά ορυκτά & τσιμέντα | 30% |
| 25. FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ) | Κατασκευή Κοσμημάτων | 50% |
| 26. ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ - ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ) | Διαχείριση ακίνητης περιουσίας | 30% |
| 27. ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε. (ΚΟ) | Ξενοδοχεία και λοιπά καταλύματα | 30% |
| 28. ΕΘΝΙΚΗ ΑΞΙΟΠ.ΑΚΙΝ.& ΕΚΜ/ΣΕΩΣ ΓΕΝ.ΑΠΟΘ. Α.Ε. (ΚΟ) | Βοηθητικές προς τις μεταφορές | 30% |
| 29. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ) | Βοηθητικές προς τις μεταφορές | 30% |
| 30. ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ (ΚΟ) | Χονδρικό εμπόριο | 75% |
| 31. F.G. EUROPE Α.Ε. (ΚΟ) | Χονδρικό εμπόριο | 40% |
| 32. ΝΟΤΟΣ COM ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ) | Λιανικό Εμπόριο | 75% |
| 33. ΔΟΛ Α.Ε. (ΚΟ) | Εκδόσεις - Εκτυπώσεις | 40% |
| 34. ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε. (ΚΟ) | Τηλεόραση - Ψυχαγωγία | 50% |
| 35. GOODY'S Α.Ε. (ΚΑ) | Εστιατόρια | 40% |
| 36. ΕΥΔΑΠ Α.Ε. (ΚΟ) | Ύδρευση | 30% |
| 37. ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ) | Μεταλλικά προϊόντα | 40% |
| 38. Η ΕΘΝΙΚΗ Α.Ε.Ε.Γ.Α. (ΚΟ) | Ασφάλειες | 30% |
| 39. MARFIN FINANCIAL GROUP Α.Ε. (ΚΟ) | Σημαντικών Αλλαγών Δραστηρ. | 75% |
| 40. ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε. (ΚΟ) | Είδη-Λύσεις Πληροφορικής | 30% |

Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Ένας επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 για τους παρακάτω σκοπούς:

1) Να προστατεύσει την αξία της επένδυσης σε μετοχές, σε περίπτωση πτωτικής αγοράς, «κλειδώνοντας» τυχόν πραγματοποιηθέντα κέρδη ή αποτρέποντας περαιτέρω ζημιές (αντιστάθμιση),

2) Να επιτύχει μεγαλύτερες αποδόσεις για το κεφάλαιό του (μόχλευση), αφού η καταβολή μόνο μέρους της αξίας του συμβολαίου με τη μορφή του περιθωρίου ασφάλισης πολλαπλασιάζει το αποτέλεσμα, είτε πρόκειται για κέρδος είτε για ζημία,

3) Να μετατρέψει τις προσδοκίες του για την τάση της αγοράς σε βραχυπρόθεσμες ή μεσοπρόθεσμες επενδυτικές τακτικές,

4) Να εκμεταλλευτεί τη συσχέτιση των αποδόσεων του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 με το Γενικό Δείκτη ή άλλους κλαδικούς δείκτες,

5) Να πραγματοποιήσει εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage) μεταξύ των 3 αγορών (μετοχών, ΣΜΕ, δικαιωμάτων),

6) Να μειώσει τον ειδικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του, παίρνοντας ουσιαστικά θέση σε 40 μετοχές,

7) Να αυξήσει ή να μειώσει το συντελεστή β του χαρτοφυλακίου του, ανάλογα με την προσδοκία του για την αγορά, και

8) Να κάνει καλύτερη παθητική ή ενεργητική διαχείριση χαρτοφυλακίου.

Τα πλεονεκτήματα των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 είναι :

Α)ΕΥΚΟΛΙΑ ΚΑΙ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

- Άμεση και συνολική επένδυση σε 40 μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης, χωρίς επιλογή συγκεκριμένων μετοχών, και επομένως περιορισμός του ειδικού κινδύνου.
- Δυνατότητα εκμετάλλευσης όλων των τάσεων της αγοράς. Η συμμετοχή στην καθοδική τάση της αγοράς με λήψη θέσης πώλησης σε ΣΜΕ είναι εξίσου απλή και εύκολη με τη λήψη θέσης σε άνοδο της αγοράς μέσω αγοράς ΣΜΕ.
- Ευκολότερος έλεγχος και ταχύτερη διαχείριση της επένδυσης.
- Δυνατότητα άμεσου κλεισίματος θέσεων.
- Εξασφαλισμένη ρευστότητα λόγω της ύπαρξης του θεσμού των Ειδικών Διαπραγματευτών (Market Makers).

- Εγγύηση εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των αντισυμβαλλομένων από την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε..
- Τυποποίηση των χαρακτηριστικών των συμβολαίων.

Β) ΜΙΚΡΟΤΕΡΟ ΚΟΣΤΟΣ – ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

- Μειωμένο κόστος συναλλαγών, αφού με μία μόνο συναλλαγή λαμβάνεται θέση σε 40 μετοχές, ενώ στην αγορά των μετοχών απαιτούνται πολλαπλές συναλλαγές και, ως εκ τούτου, υψηλότερες προμήθειες.
- Μικρότερα ανοίγματα τιμών μεταξύ των καλύτερων εντολών αγοράς και πώλησης σε σύγκριση με την αγορά μετοχών.
- Μόχλευση της απόδοσης επί του επενδυμένου κεφαλαίου.
- Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες έχουν χρηματικό διακανονισμό, άρα αποφεύγονται τα κόστη απόκτησης και διατήρησης των μετοχών, καθώς και η αναδιάρθρωση του φυσικού χαρτοφυλακίου.

Γ) ΧΡΗΣΤΙΚΟΤΗΤΑ

- Καθημερινή αποτίμηση και πληρωμή κερδών/ζημιών και, συνεπώς, ορθολογικότερες αποφάσεις από τους επενδυτές.
- Δυνατότητα αντιστάθμισης για την προστασία χαρτοφυλακίων από τον κίνδυνο πιθανής πτώσης των τιμών των μετοχών και «κλείδωμα» τυχόν κερδών, χωρίς ανάγκη ρευστοποίησης του χαρτοφυλακίου.
- Καλύτερη παθητική διαχείριση επενδύσεων.
- Δυνατότητα δημιουργίας συνδυαστικών θέσεων μεταξύ δεικτών, αγορών ή προϊόντων.
- Εναλλακτικό επενδυτικό εργαλείο για τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

3.2.4 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ 10ετές ΟΜΟΛΟΓΟ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

Ένα ομόλογο (bond) σταθερού εισοδήματος εκφράζει την υποχρέωση του εκδότη να παρέχει στον κάτοχό του τόκο για δανεισμένα κεφάλαια, σε προκαθορισμένες μελλοντικές ημερομηνίες (συνήθως περιοδικά), και την ονομαστική αξία στην ημερομηνία λήξης.

Η ονομαστική αξία ενός ομολόγου είναι το ποσό που πληρώνεται από τον εκδότη στον κάτοχό του για την εξόφληση του ομολόγου στην λήξη του. Αυτή η αξία επίσης λειτουργεί ως βάση για τον υπολογισμό του ετήσιου τόκου του χρεογράφου. Το ποσό του ετήσιου τόκου ενός ομολόγου, που τυπικά εκφράζεται ως ένα σταθερό ποσοστό της ονομαστικής αξίας του ομολόγου, είναι το τοκομερίδιο (coupon).

Η διαπραγμάτευση των 10ετών ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου γίνεται μέσω του συστήματος της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων το οποίο διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος. Σε αυτήν την αγορά συμμετέχουν φορείς που διενεργούν πράξεις είτε για ίδιο λογαριασμό είτε για λογαριασμό της πελατείας τους. Η αγορά βασίζεται στις προσφορές αλλά υπάρχουν και οι βασικοί διαπραγματευτές οι οποίοι προσφέρουν συνεχώς ρευστότητα στους τίτλους τους οποίους έχουν αναλάβει.

Τα 10ετή ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου σταθερού επιτοκίου πληρώνουν κουπόνι σε ετήσια βάση και ο υπολογισμός των ημερών για το δεδουλευμένου τοκομερίδιο γίνεται με βάση το ευρωπαϊκό σύστημα υπολογισμού των ημερών εντοκισμού, 30/360.

Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε – futures contract) είναι μια συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή, να παραδώσει ο δεύτερος και να δεχθεί την παράδοση ο πρώτος, συγκεκριμένης ποσότητας του υποκείμενου τίτλου του συμβολαίου, σε μια μελλοντική ημερομηνία, στην τιμή που διαπραγματεύθηκε το συμβόλαιο.

Για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε Δεκαετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου (bond futures), που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, ο υποκείμενος τίτλος είναι ένα συνθετικό ομόλογο ονομαστικής αξίας 100.000 Euro και διάρκειας δέκα χρόνων από την ημέρα εκκαθάρισης. Το τοκομερίδιο του είναι 6% και εκδότης του θεωρείται το Ελληνικό Δημόσιο. Η τιμή του Συμβολαίου

Μελλοντικής Εκπλήρωσης εκφράζεται ως ποσοστό της ονομαστικής αξίας του συνθετικού ομολόγου με ακρίβεια 2 δεκαδικών ψηφίων.

Το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε ομόλογο έχει κάποιο βαθμό πολυπλοκότητας για δύο λόγους :

A) υπάρχει φυσική παράδοση του υποκείμενου τίτλου,

B) ο υποκείμενος τίτλος είναι συνθετικός και δεν διαπραγματεύεται.

Μπορεί μόνο να προσομοιαστεί με ορισμένα από τα ομόλογα που διαπραγματεύονται στην υποκείμενη αγορά, καθώς κανένα ομόλογο με αυτά ακριβώς τα χαρακτηριστικά του υποκείμενου ομολόγου δεν διαπραγματεύεται στην υποκείμενη αγορά ομολόγων. Για αυτόν το λόγο, υπάρχει ένας αριθμός συμβολαίων τα οποία έχουν προσδιοριστεί από το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών ως παραδοτέα για κάθε σειρά των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Ο πωλητής του συμβολαίου μπορεί να διαλέξει ποιο από αυτά θα παραδώσει στον αγοραστή του συμβολαίου κατά την ημέρα τελικής εκκαθάρισης του συμβολαίου.

Το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε ομόλογο θα μπορούσε να είχε οριστεί έτσι ώστε ένα μόνο ομόλογο να είναι παραδοτέο. Σε μια τέτοια όμως περίπτωση θα υπήρχε το ενδεχόμενο να υπάρξει ένας όμιλος επενδυτών που θα μπορούσε ταυτόχρονα να πάρει μια θέση αγοράς στο συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης και να αγοράζε μια μεγάλη ποσότητας από το υποκείμενο ομόλογο. Στην ημερομηνία λήξης του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης οι επενδυτές που θα είχαν πάρει θέση πώλησης στο συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης θα έσπευδαν να αγοράσουν το ομόλογο ώστε να το παραδώσουν. Επομένως, ο όμιλος επενδυτών θα πωλούσε το ομόλογο σε, τεχνητά, υψηλότερη τιμή προβαίνοντας σε χειραγώγηση της αγοράς.

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών αρχικά καθορίζει ποια ομόλογα θα είναι παραδοτέα για κάθε σειρά, πέντε εργάσιμες μέρες πριν από την πρώτη ημέρα συναλλαγής κάθε καινούργιας σειράς συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Δυο εβδομάδες πριν από την τελευταία ημέρα συναλλαγής του μηνός που θα γίνει η παράδοση, το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών εκδίδει μια τελική λίστα των ομολόγων που είναι παραδοτέα προς εκκαθάριση του συμβολαίου με τους αντίστοιχους συντελεστές μετατροπής.

Τα παραδοτέα ομόλογα επιλέγονται έτσι ώστε η εναπομένουσα διάρκεια ζωής τους από την στιγμή λήξης του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (που είναι η δέκατη ημέρα του μήνα λήξης) να προσομοιάζει όσο το δυνατόν περισσότερη διάρκεια ζωής του συνθετικού ομολόγου. Επιπλέον, θα πρέπει το συνολικό ποσό έκδοσης αυτών να είναι τουλάχιστον 1δισ ευρώ, έτσι ώστε να υπάρχει επαρκής ρευστότητα στην υποκείμενη αγορά. Σε περίπτωση που το ποσό της έκδοσης των παραδοτέων ομολόγων πέσει κάτω από 1 δισ ευρώ, πρόσθετα ομόλογα θα χαρακτηριστούν από το χρηματιστήριο παραγώγων Αθηνών σαν παραδοτέα για να καλυφθούν οι απαιτήσεις.

Το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε 10ετές ομόλογο προβλέπει την εκκαθάριση των ανοικτών θέσεων κατά την λήξη του συμβολαίου, μέσω φυσικής παράδοσης 10ετών ομολόγων, υπό μορφή άυλων τίτλων.

Για αυτήν την διαδικασία της παράδοσης προβλέπεται οι μεταβιβάσεις των τίτλων να γίνονται μέσω του συστήματος άυλων τίτλων του κεντρικού αποθετηρίου αξιών, απευθείας από μερίδα επενδυτή σε μερίδα επενδυτή, με εντολή της την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε.. Για αυτή την περίπτωση το κεντρικό αποθετήριο αξιών έχει ήδη γίνει φορέας στο σύστημα της εκκαθάρισης άυλων τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τις μεταβιβάσεις τίτλων λόγω παράδοσης 10ετών ομολόγων μετά την λήξη των συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, η εκκαθάριση γίνεται σε επίπεδο τελικού επενδυτή την Πέμπτη μέρα συναλλαγών μετά την ημέρα λήξης του συμβολαίου πριν την έναρξη της συνεδρίασης με παράδοση έναντι πληρωμής.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο δεκαετές ομόλογο είναι συμβόλαια που επιτρέπουν σε Έλληνες και ξένους επενδυτές να παίρνουν θέσεις αγοράς ή πώλησης στα μακροπρόθεσμα επιτόκια της ελληνικής χρηματαγοράς. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους τα καθιστούν ισχυρά χρηματοοικονομικά εργαλεία στις υπηρεσίες θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών, είτε αυτοί θέλουν να ρισκάρουν το κεφάλαιό τους αποβλέποντας σε αυξημένες αποδόσεις.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο δεκαετές ομόλογο συνδυάζουν μοναδικά πλεονεκτήματα στους επενδυτές, επιτρέποντας τους να :

- Ø προστατεύονται από έκθεση σε μακροπρόθεσμα επιτόκια ελληνικής χρηματαγοράς

- Ø επενδύουν με βάση τις προβλέψεις τους για μακροπρόθεσμα επιτόκια της ελληνικής χρηματαγοράς
- Ø μεταβάλλουν την σύνθεση χαρτοφυλακίων σταθερού εισοδήματος
- Ø μεταβάλλουν την ευαισθησία χαρτοφυλακίων σταθερού εισοδήματος σε αυξομειώσεις επιτοκίων.
- Ø εκμεταλλεύονται περιπτώσεις δυνατότητας εξισορροπητικής κερδοσκοπίας εξασφαλίζοντας κέρδος χωρίς κίνδυνο
- Ø χρησιμοποιούν το μοχλευμένο αποτέλεσμα του λογαριασμού περιθωρίου ασφάλισης στο οποίο βασίζονται τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης.
- Ø απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών.
- Ø απολαμβάνουν μεγάλη ρευστότητα στις συναλλαγές τους λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων και
- Ø απολαμβάνουν μικρότερα ανοίγματα τιμών σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης αγοράς.

3.2.5 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ EUR/USD

Στις 19 Μαΐου 2003 η Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών εισήγαγε προς διαπραγμάτευση το παράγωγο προϊόν Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι γνωστά και ως currency futures. Η διαπραγμάτευση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες ξεκίνησε από το Chicago Mercantile Exchange (CME) το Μάιο του 1972, όταν το εν λόγω χρηματιστήριο δημιούργησε την International Money Market (IMM).

Τα εν λόγω συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τα πρώτα χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύτηκαν σε οργανωμένη αγορά.

Κύριος λόγος για την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους ήταν η εγκατάλειψη του συστήματος σταθερών ισοτιμιών που είχε ακολουθηθεί μετά το τέλος του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και η υιοθέτηση (το 1974) του αντίστοιχου των κυμαινόμενων

συναλλαγματικών ισοτιμιών, το οποίο επέφερε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες προσφέρουν διέξοδο στους επενδυτές (ή καταναλωτές) για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, καθώς μετά την απελευθέρωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών η έκθεση στο συναλλαγματικό κίνδυνο αποτελεί καθημερινή πρακτική κάθε επιχειρηματικής δραστηριότητας ανάμεσα σε ανθρώπους οι οποίοι έχουν χρηματοροές σε διαφορετικά νομίσματα. Η διαπραγμάτευση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες στην οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά της Αγοράς Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών επιτρέπει σε ένα μεγάλο εύρος τύπων επενδυτών να συμμετέχουν στην αγορά αυτή. Σε αντίθεση με τις εξωχρηματιστηριακές (OTC) αγορές των προθεσμιακών συμβολαίων (forwards) και άλλων προϊόντων σε συναλλαγματικές ισοτιμίες στις οποίες έχουν πρόσβαση κυρίως μεγάλες εταιρίες, στην οργανωμένη αγορά παραγώγων όπου διαπραγματεύονται τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες δίνεται η δυνατότητα να συμμετέχουν επίσης ισότιμα μικρότερες επιχειρήσεις, κερδοσκόποι και ιδιώτες επενδυτές.

Συναλλαγματική ισοτιμία είναι το ποσό από το νόμισμα μίας χώρας που απαιτείται για να αγορασθεί το νόμισμα μίας άλλης χώρας και καθορίζει τη σχέση ανταλλαγής των δύο νομισμάτων. Η σχέση αυτή είναι γνωστή ως η «συναλλαγματική ισοτιμία» (exchange rate) μεταξύ των δύο νομισμάτων. Η συναλλαγματική ισοτιμία ενός νομίσματος εκφράζεται σε σχέση με άλλα νομίσματα.

Για παράδειγμα, έστω ότι η ισοτιμία EUR/USD είναι 1,1, η οποία σημαίνει ότι απαιτούνται 1,1 δολάρια για να αγορασθεί 1 ευρώ. Έτσι, τη δεδομένη χρονική στιγμή με τη συγκεκριμένη ισοτιμία, αν κάποιος κατέχει 150.000 ευρώ, αυτά αξίζουν 165.000 δολάρια και αντίστροφα – αν κάποιος κατέχει 200.000 δολάρια, αυτά αξίζουν 181.820 ευρώ και αντίστροφα – κ.ο.κ.

Ένα νόμισμα λέμε ότι διολίσθησε ή έπεσε έναντι ενός άλλου νομίσματος, αν αγοράζει λιγότερες μονάδες του άλλου νομίσματος από ότι πριν. Π.χ. αν αρχικά η ισοτιμία EUR/USD ήταν 1,1 και στη συνέχεια μεταβληθεί σε 0,95, αυτό σημαίνει ότι ένα ευρώ αγοράζει, τώρα, λιγότερα δολάρια. (Αντίστοιχα, το δολάριο έχει ανεβεί έναντι του ευρώ.)

Αντίθετα, ένα νόμισμα λέμε ότι ανατιμήθηκε έναντι ενός άλλου νομίσματος, αν αγοράζει περισσότερες μονάδες του άλλου νομίσματος από ότι πριν. Π.χ. αν η αρχική ισοτιμία EUR/USD ήταν 1,1 και στη συνέχεια μεταβληθεί σε 1,2, αυτό σημαίνει ότι ένα ευρώ αγοράζει τώρα περισσότερα δολάρια. (Αντίστοιχα, το δολάριο έχει πέσει έναντι του ευρώ.)

Δεδομένου ότι οι περιορισμοί στις κινήσεις κεφαλαίων έχουν αρθεί στις περισσότερες χώρες, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες καθορίζονται πλέον ελεύθερα από τις δυνάμεις της αγοράς, δηλαδή την προσφορά και τη ζήτηση για το κάθε νόμισμα, τις οποίες επηρεάζουν, μεταξύ άλλων, οικονομικοί παράγοντες, πολιτικοί λόγοι και οι προσδοκίες της αγοράς.

Οι δηλώσεις βούλησης στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD αναφέρονται σε όρους δολαρίου και συγκεκριμένα σε δολάρια ανά ευρώ.

Έστω ότι επενδυτής αγοράζει ένα 1 συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης στην ισοτιμία EUR/USD, επειδή προβλέπει πτώση του δολαρίου έναντι του ευρώ. Η τρέχουσα αγοραία τιμή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης είναι 1,1140.

Ο αγοραστής ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης κερδίζει αν κλείσει τη θέση του σε τιμή υψηλότερη από την τιμή αγοράς του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης. Στο παράδειγμά μας, ο επενδυτής θα έχει κέρδη αν κλείσει τη θέση του σε τιμή υψηλότερη από 1,1140, αν δηλαδή ασθενήσει το δολάριο έναντι του ευρώ. Αν η τιμή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης είναι χαμηλότερη από την τιμή αγοράς, ο επενδυτής με θέση αγοράς σημειώνει ζημία. Αντίθετα, ένας επενδυτής με θέση πώλησης σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD, κερδίζει αν κλείσει τη θέση του σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή όπου άνοιξε τη θέση του, δηλαδή σε περίπτωση που το δολάριο ενδυναμωθεί έναντι του ευρώ. Το κέρδος του ενός επενδυτή ισούται με τη ζημία του άλλου.

Όπως συμβαίνει με τα περισσότερα παράγωγα προϊόντα, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες δύνανται να χρησιμοποιηθούν για τρεις κυρίως σκοπούς: για κερδοσκοπία, για αντιστάθμιση, καθώς και για εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage).

Συνοπτικά, μέσω της χρήσης συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία, μπορούν να επιτευχθούν τα ακόλουθα:

A) Δυνατότητα αποκόμισης κερδών από ορθή πρόβλεψη των μεταβολών στη συναλλαγματική ισοτιμία.

B) «Κλείδωμα» συναλλαγματικής ισοτιμίας στο επιθυμητό επίπεδο.

Γ) Αντιστάθμιση, μερική ή ολική, ήδη αναληφθέντος συναλλαγματικού κινδύνου (π.χ. από εμπορική δραστηριότητα, καταθέσεις, κ.λπ.).

Δ) Αποτελεσματικότερη διαχείριση χαρτοφυλακίων που λαμβάνουν θέσεις σε νομίσματα, επιτόκια, κ.λπ.

Ε) Δυνατότητα αποκόμισης κέρδους χωρίς κίνδυνο, μέσω της διενέργειας εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage).

Η διαπραγμάτευση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD στην οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά της Αγοράς Παραγώγων προσφέρει μια σειρά πλεονεκτημάτων στο προϊόν έναντι παρόμοιων εξωχρηματιστηριακών προϊόντων, όπως:

- Ø Εξασφαλισμένη ρευστότητα λόγω της ύπαρξης του θεσμού των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου B (Market Makers).
- Ø Εγγύηση εκπλήρωσης από την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε..
- Ø Τυποποίηση των χαρακτηριστικών των συμβολαίων.
- Ø Ανωνυμία και ισότιμη συμμετοχή όλων των επενδυτών στην αγορά.
- Ø Ύπαρξη διαφανούς κανονιστικού πλαισίου.
- Ø Απαλλαγή από φορολόγηση συναλλαγών.
- Ø Μικρό άνοιγμα στις τιμές των εντολών προσφοράς και ζήτησης.
- Ø Σύμφωνισμό των απαιτούμενων περιθωρίων ασφάλισης με τα υπόλοιπα προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων υπολογισμένα σε ευρώ.
- Ø Αποδοχή ελληνικών μετοχών, ομολόγων και καταθέσεων ευρώ και συναλλάγματος για την κάλυψη του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης.
- Ø Δυνατότητα για εντολές stop loss / profit taking για ώρες εκτός του ωραρίου της συνεδρίασης, οι οποίες καταχωρούνται κατά την ώρα της συνεδρίασης της επόμενης εργάσιμης στο σύστημα συναλλαγών.

Στη σημερινή εποχή της παγκοσμιοποίησης όπου οι δραστηριότητες των επιχειρήσεων επεκτείνονται σε ζώνες διαφορετικών νομισμάτων οι μέτοχοι, είτε πρόκειται για εισηγμένες είτε πρόκειται για μη εισηγμένες εταιρείες, δεν επιθυμούν κέρδη και ζημιές από δραστηριότητες εκτός της κύριας δραστηριότητας της εταιρίας.

Η έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο αρκετές φορές οδηγεί σε “εκπλήξεις” θετικές ή αρνητικές, κάτι που δεν συνάδει με το αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρίας. Επομένως, η αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου είναι από τα βασικά μελήματα της διοίκησης μια εταιρείας της οποίας ο σκοπός είναι παραγωγή, εισαγωγές, εξαγωγές ή υπηρεσίες.

Αλλα σημαντικά χαρακτηριστικά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι:

1) Η υψηλή μόχλευση : Για τους συναλλασσόμενους σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD απαιτείται μια χαμηλή κατάθεση, μέσω της οποίας αποκτάται έλεγχος σε μία κατά πολύ μεγαλύτερη θέση στην αγορά. Αν κάποιος θέλει να διαπραγματευθεί ποσό ύψους 1.000.000 δολαρίων με 4,25% περιθώριο ασφάλισης, το ποσό που χρειάζεται να καταθέσει ως εξασφάλιση αντιστοιχεί σε μόνο 42.500 δολάρια περίπου. Το μικρό ποσοστό του περιθωρίου ασφάλισης προσφέρει ιδιαίτερα μεγάλη μόχλευση . Εξαιτίας της υψηλής μόχλευσης, απαιτείται πολύ μεγάλη πειθαρχία και stop - loss εντολές κατά τη διαπραγμάτευση παραγώγων σε ισοτιμίες, καθώς υπάρχει δυνατότητα όχι μόνο για μεγάλα κέρδη αλλά και για μεγάλες ζημιές. Δεν είναι σπάνιο το φαινόμενο για επιθετικούς συναλλασσόμενους στην αγορά αυτή, να έχουν γίνει μάρτυρες μεταβολών 20%-30% από κέρδη σε ζημιές, και αντίστροφα, σε μία μόνο ημέρα!

2) Η υποκείμενη αγορά είναι μια 24ωρη αγορά, με υψηλή ρευστότητα και φυσική παρουσία σε όλο τον κόσμο: Η αγορά συναλλάγματος είναι μια αγορά με τεράστια ρευστότητα. Είναι μια αγορά που λειτουργεί αδιάκοπα 24 ώρες την ημέρα. Η αγορά συναλλάγματος βασίζεται στο ευρύ δίκτυο δεκάδων μεγάλων τραπεζών και των υποκαταστημάτων τους σε όλη την υφήλιο.

3.3 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ ΣΕ FUTURES

3.3.1. ΠΩΣ ΕΠΙΤΥΓΧΑΝΕΤΑΙ Η ΕΠΙΘΥΜΗΤΗ ΘΕΣΗ

Αν κάποιος επιθυμεί να πάρει μια θέση σε δικαιώματα ή σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στην αγορά παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών, απλά δίνει μια εντολή αγοράς ή πώλησης σε μία εταιρεία μέλος της αγοράς παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στην οποία έχει προηγουμένως ανοίξει κωδικό. Η εταιρεία με την σειρά της, περνά την εντολή στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών της αγοράς παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Στις εντολές προσδιορίζεται ο υποκείμενος τίτλος (μετοχή, δείκτης, ομόλογο) του οποίου ο επενδυτής επιθυμεί να αγοράσει ή να πουλήσει Δικαιώματα αγοράς ή πώλησης ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (θέση αγοράς ή θέση πώλησης). Επιλέγει επίσης τη διάρκεια ζωής του συμβολαίου, και στην περίπτωση των δικαιωμάτων, την επιθυμητή τιμή εξάσκησης του δικαιώματος αγοράς ή πώλησης. Επιπλέον, δηλώνει αν με την εντολή αυτή επιθυμεί να ανοίξει ή να κλείσει μια ήδη ανοιχτή θέση. Επίσης, οι επενδυτές δηλώνουν το ακριβές όριο τιμής στο οποίο είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν ή να πουλήσουν, για κάθε επιμέρους εντολή.

Αμέσως με την εισαγωγή της εντολής το σύστημα συναλλαγών αρχίζει να ψάχνει για εντολή διασταύρωσης αγοράς ή πώλησης που έχει υποβληθεί από άλλο συναλλασσόμενο. Αν μια τέτοια εντολή βρεθεί, η πρώτη εντολή θα εκτελεστεί αμέσως. Αν δεν βρεθεί, η εισαγωγή της σώζεται στο κεντρικό βιβλίο εντολών (order book). Όταν δίνει κάποιος μια εντολή, μπορεί να προσδιορίσει και το χρονικό ορίζοντα για την ισχύ της

3.3.2 ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ (going long)

Η θέση αγοράς σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης του δείκτη FTSE/ASE-20 ή FTSE/ASE Mid 40 ισοδυναμεί για τον επενδυτή με την υποχρέωση ‘ν’ αγοράσει’ μελλοντικά (κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου) τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή διακανονισμού. Στην πράξη, βέβαια, πρόκειται για χρηματικό διακανονισμό. Ο επενδυτής πιστεύει ότι η τιμή του υποκείμενου δείκτη (στο Χρηματιστήριο Αθηνών) θα κινηθεί ανοδικά και πιστεύει, ότι μέχρι την ημερομηνία λήξης, ο δείκτης FTSE/ASE-20 θα είναι σαφώς πάνω από την παρούσα προθεσμιακή τιμή των π.χ. 1.800 μονάδων. Συνεπώς, για κάθε μονάδα που ο FTSE/ASE-20 αυξάνεται, ο επενδυτής αποκομίζει κέρδος, ενώ για κάθε μονάδα που ο FTSE/ASE-20 υποχωρεί, ο επενδυτής καταγράφει ζημιά. Δεδομένου ότι ο πολλαπλασιαστής για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 είναι 5 EUR (μέγεθος συμβολαίου), για κάθε μονάδα δείκτη, αν ο FTSE/ASE-20 αυξηθεί στις 1.850 μονάδες, ο επενδυτής θα έχει κέρδος 250 EUR (50x5) για κάθε συμβόλαιο. Αν, από την άλλη πλευρά, ο δείκτης FTSE/ASE-20 υποχωρήσει κάτω από την προθεσμιακή τιμή που αγόρασε ο επενδυτής, π.χ. στις 1.780 μονάδες, θα υποστεί μία απώλεια 20 μονάδων, δηλ. 100 EUR (20x5) για κάθε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης που αγόρασε.

Αν η αναμενόμενη αύξηση στις τιμές των μετοχών συμβεί πριν τη συμφωνημένη ημερομηνία διακανονισμού, ο επενδυτής μπορεί να μεταπωλήσει το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε υψηλότερη προθεσμιακή τιμή (δηλαδή να ρευστοποιήσει τη θέση του). Αν, από την άλλη πλευρά, υπάρχουν ενδείξεις ότι ο υποκείμενος δείκτης δεν πρόκειται να ανέλθει και δεν αναμένεται καμία αντιστροφή της τάσης του πριν την ημερομηνία διακανονισμού, τότε ο επενδυτής μπορεί να περιορίσει τη ζημιά του, κλείνοντας τη θέση του εγκαίρως. Είναι προτιμότερο να πάρει κάποιος θέση αγοράς αν θεωρεί ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα αυξηθεί, αλλά δεν θέλει να επενδύσει ολόκληρο το κεφάλαιό του αγοράζοντας τον υποκείμενο τίτλο. Αν ένας επενδυτής σχεδιάζει ν’ αγοράσει μελλοντικά τον υποκείμενο τίτλο, αλλά δεν διαθέτει σήμερα την απαιτούμενη ρευστότητα, μπορεί, αγοράζοντας συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, να ‘κλειδώσει’ την τιμή του τίτλου αντισταθμίζοντας τα διαφυγόντα κέρδη με την απόδοση του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης σε άνοδο στο μεσοδιάστημα (‘θέση

αγοράς αντιστάθμισης κινδύνου’’). Στην περίπτωση των ομολογιακών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, αν ο επενδυτής κρατήσει τη θέση του ανοικτή μέχρι το κλείσιμο της τελευταίας συνεδρίασης δέχεται παράδοση ομολόγων από τον πωλητή του συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Αν ο επενδυτής δεν θέλει, ή δεν μπορεί να αναλάβει τον κίνδυνο της απώλειας, που είναι ενδογενής σε ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, μπορεί να διαλέξει ένα Δικαίωμα Αγοράς στο υποκείμενο προϊόν .

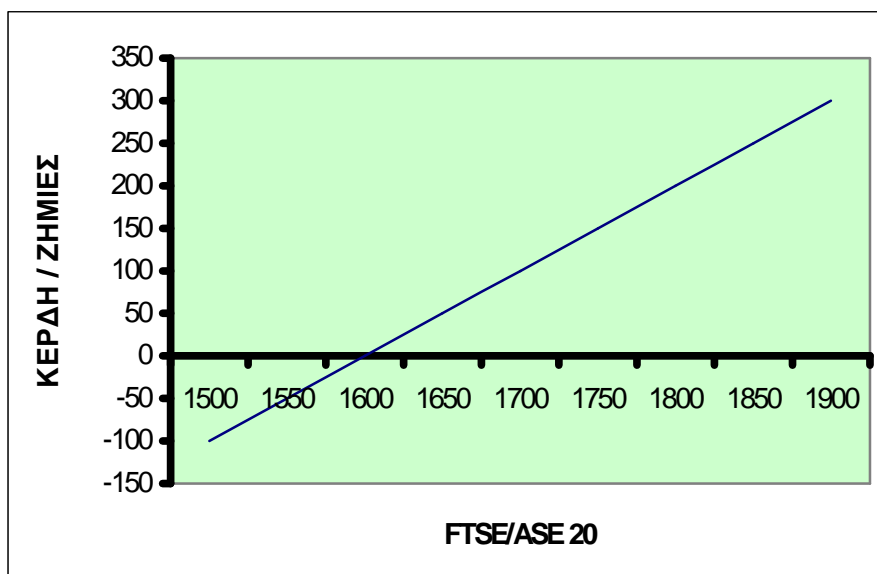
ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ

Για παράδειγμα αν κάποιος αγοράσει ένα συμβόλαιο στον δείκτη FTSE/ASE 20 με προθεσμιακή τιμή τις 1600 μονάδες και δεδομένου ότι κάθε μονάδα του δείκτη ισοδυναμεί χρηματικά με 5€ τότε τα κέρδη ή οι ζημιές του από τη μεταβολή του δείκτη θα είναι όπως στον παρακάτω πίνακα:

| FTSE/ASE 20 | ΤΙΜΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΝΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ |
|--------------------|------------------------|-------------------|---------------------------------|
| 1500 | 1600 | -100 | -500€ |
| 1550 | 1600 | -50 | -250€ |
| 1600 | 1600 | 0 | 0€ |
| 1650 | 1600 | 50 | 250€ |
| 1700 | 1600 | 100 | 500€ |
| 1750 | 1600 | 150 | 750€ |
| 1800 | 1600 | 200 | 1000€ |
| 1850 | 1600 | 250 | 1250€ |
| 1900 | 1600 | 300 | 1500€ |

Πίνακας 3.3

Βλέπουμε ότι στις 1600 μονάδες ο επενδυτής δεν έχει ούτε κέρδος, ούτε ζημιά. Αυτό είναι το λεγόμενο «νεκρό σημείο», το σημείο δηλαδή όπου spot και προθεσμιακή τιμή είναι ίσες. Η γραφική απεικόνιση της θέσης αγοράς του επενδυτή θα είναι η εξής:



Διάγραμμα 3.1

3.3.3 ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ (going short)

Η θέση πώλησης σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης του δείκτη FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 ισοδυναμεί για τον επενδυτή με την υποχρέωση “να πουλήσει” μελλοντικά (κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου) τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή διακανονισμού. Στην πράξη, βέβαια, πρόκειται για χρηματικό διακανονισμό. Ο επενδυτής πιστεύει ότι η τιμή του υποκείμενου δείκτη (στο Χρηματιστήριο Αθηνών.) θα κινηθεί πτωτικά και πιστεύει ότι μέχρι την ημερομηνία λήξης ο δείκτης FTSE/ASE-20 θα είναι σαφώς κάτω από την παρούσα προθεσμιακή τιμή των 1.800 μονάδων. Για κάθε μονάδα που ο FTSE/ASE-20 πέφτει, ο επενδυτής αποκομίζει κέρδος και για κάθε μονάδα που ο δείκτης FTSE/ASE-20 αυξάνεται, καταγράφει ζημιά. Δεδομένου ότι ο πολλαπλασιαστής έχει καθορισθεί στα 5 EUR για κάθε μονάδα του δείκτη, ο επενδυτής θα έχει κέρδος 250 EUR (50x5) για κάθε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, αν ο FTSE/ASE-20 πέσει στις 1.750 μονάδες.

Αν, από την άλλη πλευρά, ο δείκτης FTSE/ASE-20 αυξηθεί πάνω από την προθεσμιακή τιμή που πούλησε ο επενδυτής, π.χ. στις 1.810 μονάδες, θα υποστεί μία

απώλεια 10 μονάδων, δηλ. 50 EUR (10x5) για κάθε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης που πούλησε.

Αν η αναμενόμενη πτώση των τιμών των μετοχών συμβεί πριν την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, ο επενδυτής μπορεί να πραγματοποιήσει τα κέρδη του αγοράζοντας πίσω το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης σε χαμηλότερη προθεσμιακή τιμή (δηλαδή να κλείσει τη θέση του).

Αν ένας επενδυτής κατέχει χαρτοφυλάκιο μετοχών και αναμένει πτώση των τιμών, αλλά δεν διατίθενται ακόμα παράγωγα προϊόντα, η προφανής ενέργειά του θα είναι η πώληση του χαρτοφυλακίου μετοχών, επιβαρυνόμενος και το ανάλογο (υψηλό) κόστος συναλλαγών.

Αν διατίθενται συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, είναι προτιμότερο για τον επενδυτή να διατηρήσει το χαρτοφυλάκιο του και να πάρει θέση πώλησης σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, για όσο χρονικό διάστημα αναμένεται να διαρκέσει η πτώση. Όταν κάποιος κατέχει ομολογιακά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, η θέση πώλησης είναι γενικά ο καλύτερος τρόπος για να κερδίσει σε μία πιθανή αύξηση των επιτοκίων (μείωση των τιμών των ομολόγων). Αν ο επενδυτής δεν επιθυμεί να αναλάβει τους κινδύνους μίας απώλειας στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, είναι προτιμότερο να επενδύσει σε ένα Δικαίωμα Πώλησης στο υποκείμενο προϊόν.

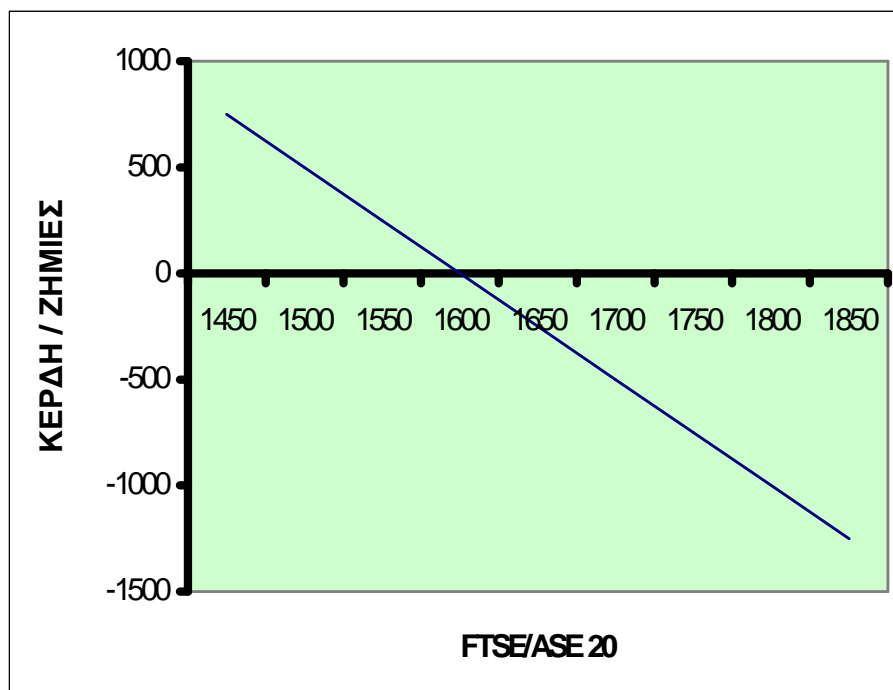
ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ

Ο ακόλουθος πίνακας δείχνει τα κέρδη ή τις ζημιές του για μια σειρά από τρέχουσες τιμές του FTSE/ASE 20:

| FTSE/ASE 20 | ΤΙΜΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟΥ | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ | ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΑΝΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ |
|--------------------|----------------------------|-------------------|-------------------------------------|
| 1450 | 1600 | 150 | 750€ |
| 1500 | 1600 | 100 | 500€ |
| 1550 | 1600 | 50 | 250€ |
| 1600 | 1600 | 0 | 0€ |
| 1650 | 1600 | -50 | -250€ |
| 1700 | 1600 | -100 | -500€ |
| 1750 | 1600 | -150 | -750€ |
| 1800 | 1600 | -200 | -1000€ |
| 1850 | 1600 | -250 | -1250€ |

Πίνακας 3.4

Το νεκρό σημείο είναι και εδώ οι 1600 μονάδες, όπου η στρατηγική δεν αποφέρει κέρδη ή ζημιές, μιας και η τρέχουσα τιμή είναι ίση με την προθεσμιακή. Σε αντίθεση όμως με το προηγούμενο παράδειγμα, ο επενδυτής πραγματοποιεί κέρδη για τιμές μικρότερες των 1600 μονάδων. Αν όμως οι προσδοκίες του δεν επαληθευτούν και ο δείκτης κινηθεί ανοδικά, τότε καταγράφει αρκετά σημαντικές ζημιές, γεγονός που φαίνεται και στο διάγραμμα 3.2.



Διάγραμμα 3.2

3.4. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΗΜΕΡΗΣΙΟΥ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ

Αμέσως μετά την ολοκλήρωση της συνεδρίασης, ξεκινά η διαδικασία διακανονισμού των συναλλαγών, η οποία πρέπει να ολοκληρωθεί το ταχύτερο δυνατό, ώστε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη να ενημερωθούν και να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους, που απορρέουν από τις συναλλαγές. Πιο αναλυτικά, ο διακανονισμός αφορά στα εξής θέματα:

Χρηματικά ποσά προς διακανονισμό ανά πελάτη: Είναι τα ποσά που αποτελούν τα συστατικά μέρη της τελικής χρηματικής απαίτησης ή υποχρέωσης των πελατών για την ημερήσια εκκαθάριση. Προκύπτουν από απαιτήσεις ή υποχρεώσεις για τιμήματα δικαιωμάτων (premiums), από κέρδη ή ζημίες από ανοιχτές θέσεις σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. (mark to market), από κέρδη ή ζημίες από το κλείσιμο θέσεων σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, από απαιτήσεις ή υποχρεώσεις από λήξη συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. ή από εξάσκηση δικαιωμάτων, καθώς και από απαιτήσεις ή υποχρεώσεις από συμβόλαια δανεισμού τίτλων. Το αλγεβρικό άθροισμά τους (συμψηφισμός), ανά επενδυτή, αποτελεί τη συνολική απαίτηση ή υποχρέωση του πελάτη έναντι της εκκαθάρισης.

Τίτλοι προς διακανονισμό ανά πελάτη: Αναφέρονται στην καθημερινή υποχρέωση παράδοσης τίτλων ή στην απαίτηση παραλαβής τους που προκύπτει από εξάσκηση δικαιωμάτων, από λήξεις συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης που προβλέπουν φυσική παράδοση των υποκείμενων αξιών, όπως και από μετοχές που πρόκειται να παραδοθούν ή να παραληφθούν από την έναρξη ή τη λήξη συμβολαίων δανεισμού τίτλων. Τίτλοι που πρέπει να παραδοθούν ή να παραληφθούν δεν συμψηφίζονται μεταξύ τους.

Τα χρηματικά ποσά προς διακανονισμό ανά Μέλος της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. από τη διαδικασία της ημερήσιας εκκαθάρισης προκύπτουν ως εξής:

- Το αλγεβρικό άθροισμα όλων των συνολικών απαιτήσεων ή υποχρεώσεων των πελατών του, αποτελεί τη συνολική απαίτηση ή υποχρέωση του Μέλους από/προς την Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε., έναντι των πελατών του.
- Το σύνολο όλων των προμηθειών υπέρ της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. και της Αγοράς Παραγώγων από τις πράξεις που εκτελέστηκαν την προηγούμενη ημέρα.
- Το αλγεβρικό άθροισμα όλων των συνολικών απαιτήσεων ή υποχρεώσεων του Μέλους για δικές του πράξεις (στη περίπτωση που είναι Διαπραγματευτής ή Ειδικός Διαπραγματευτής).

Για παράδειγμα, αν κάποιος αγόρασε ένα ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE 40 στις 950 μονάδες και κατά το κλείσιμο της αγοράς η τιμή του συμβολαίου ανέβηκε στις 965

μονάδες, τότε ο λογαριασμός του θα πιστωθεί με το ποσό των 375€ που υπολογίζεται ως εξής:

$$1 \text{ συμβόλαιο} \times (965-950) \times 25\text{€} = 375\text{€}$$

Αντίστοιχα, αν την επόμενη συνεδρίαση, η τιμή του δείκτη πέσει στις 940 μονάδες, τότε ο επενδυτής θα έχει ζημιές της τάξης των 250€ (χρεώνονται στο λογαριασμό του), που υπολογίζονται με τον ίδιο τρόπο:

$$1 \text{ συμβόλαιο} \times (940-950) \times 25\text{€} = -250\text{€}$$

3.5. ΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Όταν δύο επενδυτές αποφασίσουν να διαπραγματευτούν χρηματοοικονομικά παράγωγα εκτός της οργανωμένης αγοράς, διατρέχουν άμεσο κίνδυνο αθέτησης της συμφωνίας, όταν ο ένας εκ των δύο συμβαλλόμενων δεν τηρήσει την υποχρέωση που ανέλαβε. Ένας από τους σημαντικότερους λόγους για την δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων είναι και η εξάλειψη αυτού του πιστωτικού κινδύνου μέσω της Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. η οποία μπαίνει ως ο αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή σε παράγωγα προϊόντα. Για αυτόν ακριβώς τον λόγο, η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. ζητά την κατάθεση, σε τράπεζα θεματοφυλακής, του περιθωρίου ασφάλειας, το οποίο αναπροσαρμόζεται καθημερινά ανάλογα με την τιμή της υποκείμενης αξίας.

Σκοπός του μοντέλου περιθωρίου ασφάλειας είναι να υπολογίσει την αξία της εξασφάλισης που απαιτείται, ώστε να επιβεβαιώσει ότι στην περίπτωση που ο συμβαλλόμενος αποτύχει να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, οι τυχόν ζημιές που θα προκύψουν από τη ρευστοποίηση των θέσεών του, καλύπτονται πλήρως από την αξία της εκχωρημένης εξασφάλισης. Οι παράμετροι που συγκροτούν το μοντέλο επανεξετάζονται σε συνεχή βάση, ώστε να επιβεβαιώνεται ότι αντικατοπτρίζουν, ανά πάσα στιγμή, τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

Ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (future) περιλαμβάνει τα εξής ποσά ασφάλισης:

• **Περιθώριο ασφάλισης (Margin):** Το περιθώριο ασφάλισης (Margin) αποτελεί το ποσό που ζητάει ο εκκαθαριστικός οίκος ως ασφάλεια σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

• **Αρχικό περιθώριο ασφάλισης (Initial margin):** Το ποσό που ζητείται από τον εκκαθαριστικό οίκο όταν γίνει μια συναλλαγή καλείται αρχικό περιθώριο ασφάλισης (Initial margin).

• **Περιθώριο διαφορών αποτίμησης (Variation Margin):** Σε περίπτωση που η αξία των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται ως αρχικό περιθώριο ασφάλισης είναι κατώτερη ενός προκαθορισμένου ορίου, ο κάτοχος του συμβολαίου υποχρεούται να καταθέσει το ποσό της διαφοράς (margin call), διαφορετικά ο οίκος εκκαθάρισης θα προχωρήσει σε ρευστοποίηση του συμβολαίου.

• **Ημερήσια Αποτίμηση (mark-to-market) και περιθώριο ημερήσιου διακανονισμού:** για να ελαχιστοποιηθούν οι ζημιές από αθέτηση υποχρεώσεων από την πλευρά του επενδυτή, οι μεταβολές στην τιμή του κάθε συμβολαίου υπολογίζεται σε ημερήσια βάση και το κέρδος ή η ζημιά (περιθώρια ημερήσιου διακανονισμού) πιστώνεται ή χρεώνεται αντίστοιχα στο λογαριασμό του επενδυτή.

Η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) του Χρηματιστηρίου Αθηνών, υπολογίζει τα αρχικά περιθώρια ασφάλισης και τα ημερήσια περιθώρια διακανονισμού των επενδυτών χρησιμοποιώντας τον αλγόριθμο υπολογισμού RI.VA. (Risk Valuation).

Πρόκειται για έναν υπολογισμό που βασίζεται στις ανοικτές θέσεις των πελατών, την ιστορική διακύμανση των τιμών και τις καθημερινές τιμές των προϊόντων. Το περιθώριο ασφάλισης RI.VA. υπολογίζεται σε ποσοστό επί τοις εκατό της συνολικής ανοικτής θέσης ανά λογαριασμό εκκαθάρισης, ανάλογα με το προϊόν και τη διακύμανση της αγοράς.

Ο ακριβής υπολογισμός του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης γίνεται μέσω του μοντέλου RI.VA (Risk Valuation), το οποίο βασίζεται στον υπολογισμό της μέγιστης αρνητικής μεταβολής μιας ανοικτής θέσης λόγω της διακύμανσης της τιμής της υποκείμενης αξίας μέσα στο χρονικό διάστημα που θα απαιτηθεί από την Εταιρεία

Εκκαθάριση Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. για να καλύψει τις τυχόν ζημιές από το κλείσιμο της θέσης αυτής στην αγορά.

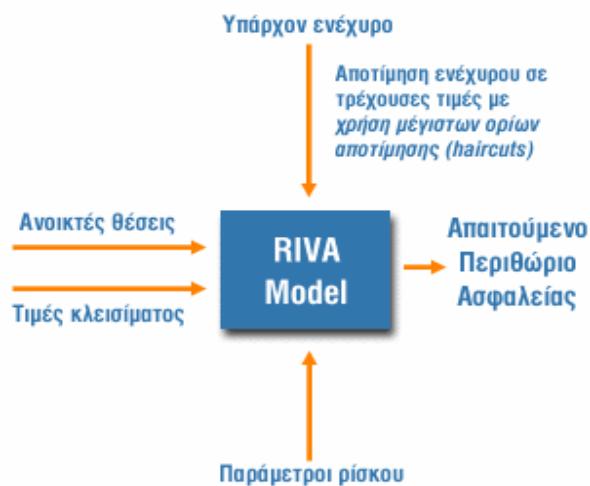
Οι υπολογισμοί του RI.VA. εξαρτώνται από δύο βασικές παραμέτρους:
A) Το χρονικό διάστημα (lead time) που μεσολαβεί από τη στιγμή που το μέλος αθετεί την υποχρέωσή του να καλύψει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης μέχρι τη στιγμή που η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π προβαίνει στο κλείσιμο της θέσης του μέλους αυτού στην αγορά.
B) Το μέγεθος της διακύμανσης της τιμής της υποκείμενης αξίας για το παραπάνω διάστημα, όπως αυτό προκύπτει από ιστορικά στοιχεία (historical volatilities).

Το RI.VA. χρησιμοποιεί και άλλες παραμέτρους που αυξάνουν την ακρίβεια και την αντικειμενικότητά του και έχει τα εξής επιπλέον χαρακτηριστικά:

- Διαφοροποιεί τον υπολογισμό ανάλογα με τον τύπο συμβολαίου.
- Λαμβάνει υπόψη του την πιθανή συσχέτιση τιμών
- Επιτρέπει τη δημιουργία σεναρίων stress test.

Επίσης ορίζει ένα ελάχιστο (ανεξάρτητο από την αξία των ανοικτών θέσεων) υπόλοιπο λογαριασμού ανά τελικό πελάτη (κωδικό συναλλαγών / εκκαθάρισης).

Σχηματικά, το μοντέλο RI.VA. μπορεί να αποτυπωθεί ως εξής:



Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

3.6. ΤΟ ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΜΙΑΣ ΘΕΣΗΣ

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτη δίνει την δυνατότητα σε κάποιον να αγοράσει ή να πουλήσει τον δείκτη αυτόν σε μία ορισμένη τιμή. Στην περίπτωση αυτή ο αγοραστής του συμβολαίου κερδίζει από μία ανοδική κίνηση του δείκτη ενώ ο πωλητής από μία καθοδική κίνηση κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον.

Το κλείσιμο μιας θέσης πολλές φορές προηγείται της ημέρας λήξης/εξάσκησης του συμβολαίου και ο επενδυτής ο οποίος θέλει να κλείσει μια ανοικτή θέση, απλά, παίρνει μια αντίθετη θέση στο ίδιο παράγωγο προϊόν. Για παράδειγμα, όταν ένας επενδυτής αγοράζει 10 συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Long Futures) στο δείκτη FTSE/ASE-20 στις 2250 μονάδες και μήνα λήξης τον Ιούνιο 2006, θα μπορούσε να κλείσει την θέση του πουλώντας 10 συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Short Futures) στο δείκτη FTSE/ASE-20 στις 2250 μονάδες και ίδιο μήνα λήξης (Ιούνιο).

Για να αποκομίσει το κέρδος από τη θέση που έχει ο αγοραστής του συμβολαίου θα πρέπει να κλείσει τη θέση του κάνοντας πώληση του ίδιου συμβολαίου που αγόρασε, ενώ ο πωλητής θα πρέπει να αγοράσει το ίδιο συμβόλαιο που αρχικά είχε πουλήσει. Στο σημείο αυτό πρέπει να δοθεί έμφαση στην λέξη "ίδιο". Την ίδια χρονική στιγμή υπάρχουν στην αγορά συμβόλαια με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης. Το κλείσιμο μιας θέσης πρέπει να γίνει χρησιμοποιώντας το ίδιο συμβόλαιο με το οποίο έγινε το άνοιγμα της θέσης αυτής. Βέβαια στο πλαίσιο μιας δευτερογενούς αγοράς ο επενδυτής μπορεί να επιλέξει να κλείσει τη θέση του σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή μέχρι τη λήξη του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Εάν αφήσει το συμβολαίο του να εκπνεύσει τότε επιπλέον του δίνεται η δυνατότητα να παραδώσει ή να παραλάβει τον τίτλο εάν προβλέπεται φυσική παράδοση, παράλληλα με το όποιο κέρδος ή ζημιά υφίσταται.

Πρέπει να τονιστεί ότι στην περίπτωση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτη δεν υπάρχει φυσική παράδοση του υποκείμενου μέσου κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου (όπως γίνεται στα προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων) αλλά γίνεται ο λεγόμενος χρηματικός διακανονισμός. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει μια χρέωση ή πίστωση χρημάτων (ανάλογα με την κίνηση της αγοράς) στον λογαριασμό του κατόχου του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

3.7. Η ΤΙΜΗ ΕΝΟΣ FUTURE CONTRACT

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

Η τιμή του ΣΜΕ καθορίζεται από την εκάστοτε προσφορά και ζήτηση (πωλητές και αγοραστές) του συμβολαίου στην αγορά του Χρηματιστηρίου παραγώγων.

Η τιμή του ΣΜΕ σε δείκτες γενικά ακολουθεί τις αλλαγές στην τιμή του δείκτη, αλλά συνήθως είναι διαφορετική από αυτή του δείκτη. Όταν η τιμή του ΣΜΕ αρχίσει να αποκλίνει σημαντικά από τη θεωρητική τιμή του (theoretical price), τότε η αυξημένη προσφορά ή ζήτηση μέσω του μηχανισμού της εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (arbitrage), μεταξύ της αγοράς παραγώγων και της υποκείμενης αγοράς, τείνει να την επαναφέρει κοντά στη θεωρητική τιμή της σε σχέση με την τιμή του δείκτη.

Κατά την ημερομηνία λήξης, η τιμή του ΣΜΕ αντανακλά την τιμή του υποκειμένου στοιχείου. Έτσι, πριν την ημερομηνία λήξης και κατά τη διάρκεια της ζωής του ΣΜΕ οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή του είναι:

- Ø Η spot τιμή του υποκείμενου στοιχείου (S)
- Ø Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free) – ως το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου (i)
- Ø Η μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας (d)
- Ø Ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία λήξης (t)

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

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

Όπου:

S είναι η τρέχουσα τιμή (spot) του υποκείμενου προϊόντος

r είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

d είναι η ετήσια ποσοστιαία μερισματική απόδοση του υποκείμενου προϊόντος

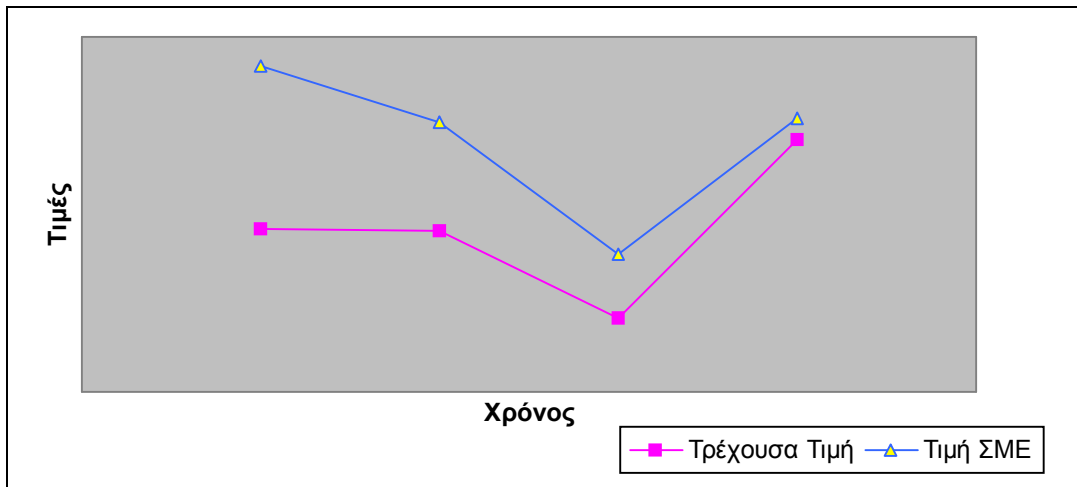
T είναι οι ημέρες που υπολείπονται πριν την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου

Days in year είναι οι μέρες ανά έτος (360 ή 365)

Όπως είναι φανερό από την παραπάνω σχέση, η διαφορά μεταξύ των τιμών του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης και του δείκτη εξαρτάται και από το χρόνο μέχρι τη λήξη του συμβολαίου και καθώς το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης πλησιάζει στην ημερομηνία λήξης, η τιμή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης συγκλίνει στην τιμή του δείκτη. Η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών, του δείκτη και του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, ονομάζεται βάση και είναι συνήθως διάφορη του μηδενός πριν από τη λήξη του συμβολαίου. Με άλλα λόγια η βάση ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ της τιμής που ένα εργαλείο μπορεί να αγοραστεί σε μελλοντική ημερομηνία και της τιμής που μπορεί να αγοραστεί σήμερα. Η βάση συρρικνώνεται όσο μικραίνει η περίοδος που απομένει μέχρι τη λήξη του συμβολαίου, εφόσον το εναπομένον εισόδημα από τόκους μειώνεται. Στην ημερομηνία παράδοσης η βάση ισούται με το μηδέν. Το γράφημα 3.3 παρουσιάζει το αποτέλεσμα της φθίνουσας βάσης.

Θα πρέπει να προσεχθεί ιδιαίτερα το γεγονός ότι μιας και οι περισσότερες αντισταθμίσεις από τους επενδυτές είναι διασταυρούμενες (cross hedges), δηλαδή τα υποκείμενα στοιχεία τα οποία αντισταθμίζονται δεν ταυτίζονται με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (π.χ ένας αντισταθμιστής κινδύνου κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών διαφορετικό των 20 μετοχών του FTSE/ASE 20, ενώ ταυτόχρονα χρησιμοποιεί ως μέσο αντιστάθμισης συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/ASE 20), θα πρέπει οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων στην υποκείμενη αγορά και τιμές των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης να είναι ισχυρά συσχετισμένες. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των μεταβολών στην τιμή της υποκείμενης αξίας και της τιμής των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, τόσο μικρότερος θα είναι και ο κίνδυνος της βάσης (basis risk). Συνοπτικά ισχύει ότι:

- ∅ Αν η βάση είναι θετική (τιμή ΣΜΕ > τρέχουσα τιμή) τότε το συμβόλαιο πωλείται με πριμ (futures premium) και
- ∅ Αν η βάση είναι αρνητική (τιμή ΣΜΕ < τρέχουσα τιμή) τότε το συμβόλαιο πωλείται εκπτώτικα (futures discount).



Διάγραμμα 3.3

Για τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί συναλλαγματικών ισοτιμιών υπάρχει μια διαφορά στον υπολογισμό της θεωρητικής τιμής.

Συγκεκριμένα, στην θέση του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, χρησιμοποιούμε το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της ξένης (foreign risk-free rate) ισοτιμίας (της ισοτιμίας δηλαδή έναντι της οποίας εκφράζεται η ισοτιμία, πχ. EUR/USD ξένη ισοτιμία είναι το USD) και στην θέση της μερισματικής απόδοσης χρησιμοποιούμε το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο της τοπικής ισοτιμίας (domestic risk-free rate). Ο λόγος είναι ότι για να εξαλειφθούν οι πιθανότητες για arbitrage (δανεισμός του απαιτούμενου κεφαλαίου με τον τοπικό τόκο, μετατροπή του δανείου στο ξένο νόμισμα, επένδυση του κεφαλαίου σε ομόλογο χωρίς κίνδυνο του ξένου νομίσματος, πώληση ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης για να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος) η τιμολόγηση πρέπει να συνυπολογίζει τα επιτόκιο των δυο χωρών.

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

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

3.7.1. Η ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΤΟΥ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΟΥ ΠΡΟΪΟΝΤΟΣ

Η μεταβλητότητα ενός συγκεκριμένου τίτλου – δείκτη της αγοράς εκφράζει το μέγεθος και την συχνότητα των διακυμάνσεων στην τιμή του αντίστοιχου τίτλου – δείκτη για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Μετριέται δε υπολογίζοντας την ετήσια τυπική απόκλιση (standard deviation) των ημερήσιων αλλαγών της τιμής του τίτλου / δείκτη αναφοράς. Όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα, τόσο μεγαλύτερο κίνδυνο ενέχει ο τίτλος ή συνολικά οι τίτλοι από τους οποίους απαρτίζεται ο δείκτης της αγοράς.

Ειδικότερα η μεταβλητότητα αντικατοπτρίζει την αβεβαιότητα για το μέγεθος της αλλαγής στην τιμή του τίτλου. Όσο υψηλότερη είναι η μεταβλητότητα τόσο πιθανότερη είναι η κίνηση της τιμής του τίτλου εντός ενός μεγάλου εύρους τιμών. Δηλαδή η τιμή του τίτλου ενδεχομένως να κινηθεί έντονα μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα προς οποιαδήποτε κατεύθυνση (έντονα μειούμενη ή αυξανόμενη).

Αντίθετα, χαμηλότερη μεταβλητότητα σημαίνει ότι η τιμή του τίτλου συνήθως δεν έχει έντονες διακυμάνσεις, ενώ ακολουθεί αυτές του δείκτη αναφοράς.

Το β (beta) ενός τίτλου ή κατά αντιστοιχία ενός χαρτοφυλακίου αποτελεί ενδεικτικό στοιχείο της μεταβλητότητάς του σε σχέση με τις διακυμάνσεις της αγοράς. Εάν το β ενός τίτλου είναι μεγαλύτερο της μονάδας ($\beta=1,1$) η τιμή του έχει κατά 10% μεγαλύτερη μεταβλητότητα από το σύνολο της αγοράς. Όταν το β είναι μικρότερο της μονάδας ($\beta=0,90$) η τιμή του μεταβάλλεται κατά 10% λιγότερο από την αγορά. Άρα, όσο μεγαλύτερο το β τόσο υψηλότερη είναι η μεταβλητότητα του τίτλου / προϊόντος σε σχέση με την κίνηση της αγοράς.

3.7.2. ΤΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΩΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Η αγορά για μελλοντική παράδοση σημαίνει ότι τα κεφάλαια που θα δεσμεύονταν αμέσως, αν αγοραζόταν το υποκείμενο προϊόν στην τρέχουσα αγορά, παραμένουν διαθέσιμα μέχρι την ημερομηνία παράδοσης. Συνεπώς το εγχώριο επιτόκιο καθορίζει την αξία όλων των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης σε τίτλους και δείκτες, με μόνη εξαίρεση τα συναλλαγματικά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης των οποίων η τιμή επηρεάζεται και από τα επιτόκια της αλλοδαπής.

Για παράδειγμα ένας επενδυτής με διαθέσιμο κεφάλαιο 20.000€ μπορεί να πάρει θέση αγοράς σε συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης καταβάλλοντας μόνο το margin ως «κάλυμμα» για αυτήν του την επένδυση. Το υπόλοιπο κεφάλαιο μπορεί να το επενδύσει σε επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free interest rate) μέχρι την ημερομηνία λήξης. Όσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο risk free, τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση του κεφαλαίου που δεν χρησιμοποιείται ως margin.

Αντίστοιχα, ο πωλητής ενός συμβολαίου, ενώ θα μπορούσε να επενδύσει αμέσως τα κεφάλαια που προκύπτουν από μια συναλλαγή στην τρέχουσα αγορά σε έναν τίτλο με επιτόκιο risk free (π.χ ένα ομόλογο Ελληνικού δημοσίου), θα πρέπει να αναβάλει την τοποθέτησή του αυτή μέχρι την ημερομηνία παράδοσης όπου θα λάβει τα κεφάλαια, έτσι απαιτεί μεγαλύτερο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Γενικά, ισχύει ότι όταν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο αυξάνεται, αυξάνεται και η τιμή των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

3.7.3. ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Έστω ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής του ΟΤΕ στο Χρηματιστήριο Αξιών είναι 10€ Το εγχώριο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο είναι 5% και η μερισματική απόδοση της μετοχής του ΟΤΕ είναι 8%. Ένα συμβόλαιο που λήγει σε 8 μήνες διαπραγματεύεται στα 16€ Υπολογίζοντας τη θεωρητική τιμή του συμβολαίου, θα δούμε αν ο επενδυτής θα πρέπει να λάβει θέση αγοράς ή πώλησης.

$$F = S[1+(i-d)t/360] = 10[1+(0,05-0,08)240/360] = 9,8€$$

Η θεωρητική τιμή είναι μικρότερη της τρέχουσας (16€), συνεπώς συμφέρει τον επενδυτή να πάρει θέση πώλησης του συμβολαίου, έχοντας αγοράσει το συμβόλαιο στην τιμή των 9,8€ Εφόσον είναι υποτιμημένο, θα μπορέσει να αποκομίσει κέρδος ίσο με τη διαφορά των δύο τιμών.

Αν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ήταν 7% αντί 5%, είχαμε δηλαδή αύξηση, η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ θα επηρεαζόταν προς την ίδια κατεύθυνση φθάνοντας στα 10,06€

3.8. ΟΙ ΣΥΝΑΛΛΑΣΣΟΜΕΝΟΙ ΣΕ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Κάθε επενδυτής, είτε ιδιώτης είτε θεσμικός, μπορεί να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες που προσφέρονται στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων. Ανάλογα με τις προσδοκίες του για τις τάσεις της αγοράς και τη στάση του απέναντι στον κίνδυνο, ένας επενδυτής θα συμμετάσχει στην αγορά είτε για λόγους αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) είτε ως συναλλασσόμενος (trader). Τα δικαιώματα και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης προσφέρουν μία μεγάλη σειρά ευκαιριών, οι οποίες μπορούν να συνοψισθούν στα εξής:

3.8.1 ΟΙ ΙΔΙΩΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Οι ιδιώτες επενδυτές συχνά χρησιμοποιούν την αγορά δικαιωμάτων για να εκμεταλλευτούν τις τάσεις των τιμών χρησιμοποιώντας ισχυρή μόχλευση, με στόχο την απόκτηση πολύ υψηλών κερδών, ενώ συγχρόνως είναι εκτεθειμένοι σε περιορισμένο κίνδυνο. Αν κάποιος σχεδιάζει να επενδύσει βραχυχρόνια στο χρηματιστήριο, το να αγοράσει ένα Δικαίωμα Αγοράς μπορεί συχνά να αποδειχθεί πιο κατάλληλη επιλογή από την επένδυση στην ανάλογη μετοχή με το σύνολο του κεφαλαίου του. Τα Δικαιώματα Πώλησης αποτελούν μία εναλλακτική στρατηγική για κέρδος, σε περιόδους που οι μετοχές έχουν πτωτική τάση. Οι ιδιώτες επενδυτές, επίσης, χρησιμοποιούν την αγορά δικαιωμάτων για να μετατρέψουν τις προσδοκίες τους σχετικά με τις μελλοντικές τάσεις των τιμών, αλλά και της μεταβλητότητας αυτών των τιμών, σε κερδοφόρες στρατηγικές.

Αν η εκτίμησή τους για την αγορά αποδειχθεί σωστή, το αποτέλεσμα μόχλευσης του δικαιώματός τους θα αποδώσει πολύ υψηλά κέρδη.

3.8.2 ΟΙ ΘΕΣΜΙΚΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων ή οι ασφαλιστικές εταιρίες, χρησιμοποιούν την αγορά δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για να επιτύχουν επιπλέον απόδοση (για παράδειγμα, πουλώντας Δικαιώματα Αγοράς). Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε ομόλογα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση κινδύνου έναντι ανεπιθύμητων μεταβολών των επιτοκίων ή για στρατηγικές που αποσκοπούν στο κέρδος.

Για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, τα δικαιώματα και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι το πλέον κατάλληλο μέσο για ευέλικτη διαχείριση του κινδύνου. Αυτά τα εργαλεία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να μειώσουν τον κίνδυνο σχετικά με τις τιμές και τα επιτόκια ή, αντίθετα, να αυξήσουν την έκθεση στον κίνδυνο, προκειμένου να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες για κέρδη, σύμφωνα με τις προσδοκίες τους για την αγορά, χωρίς να απαιτούνται σημαντικές αλλαγές στο χαρτοφυλάκιο τους.

3.8.3 ΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΟΙ (speculators)

Οι κερδοσκόποι λαμβάνουν θέσεις στην αγορά δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης με σκοπό να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους στις προσδοκίες τους για την αγορά. Πολλές στρατηγικές, όπως για παράδειγμα το να κερδίζει κανείς σε καθοδική αγορά (bear market), μπορούν να επιτευχθούν αποκλειστικά με δικαιώματα και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Οι κερδοσκόποι έχουν συναίσθηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν, καθώς επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες για υψηλά κέρδη. Έτσι, δημιουργούν την αναγκαία ρευστότητα στην αγορά, που απαιτείται από αυτούς που θέλουν να κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου, προκειμένου να προστατευθούν. Με άλλα λόγια, τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν το απαραίτητο μέσο για τη μεταφορά κινδύνου μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών των επενδυτών.

3.8.4 ΟΙ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (hedgers)

Οι αντισταθμιστές κινδύνου χρησιμοποιούν την αγορά δικαιωμάτων και συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των θέσεών τους στην κεφαλαιαγορά, όπως λόγου χάρη τον κίνδυνο από την κατοχή χαρτοφυλακίου μετοχών, έναντι πιθανής πτώσης τιμής. Όπως είδαμε και στο αρχικό μας παράδειγμα του ιδιοκτήτη καφεκοπτείου, μία συναλλαγή στην υποκείμενη αγορά αντισταθμίζεται από μία αντίστροφη κίνηση στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Αναλογικά, η θέση σε χαρτοφυλάκιο με ελληνικές μετοχές μπορεί να αντισταθμιστεί έναντι βραχυπρόθεσμων ή μεσοπρόθεσμων μεταβολών με τη χρήση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και συμβολαίων δικαιωμάτων στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40.

3.8.5 ΟΙ ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΤΙΚΟΙ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΟΙ (arbitrageurs)

Οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι επιδιώκουν να κερδίσουν από τις διαφορές στις τιμές, οι οποίες έχουν τεθεί για το ίδιο προϊόν σε διαφορετικές αγορές. Οι διαφορές των τιμών στην τρέχουσα αγορά και στην προθεσμιακή αγορά πρέπει να βρίσκονται μεταξύ συγκεκριμένων ορίων. Δηλαδή, πρέπει σε γενικές γραμμές, η τιμή ενός προϊόντος να μη διαφέρει από αγορά σε αγορά. Αν οι τιμές αποκλίνουν πολύ μεταξύ τους, τότε οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι παίρνουν θέση στην αγορά για να κερδίσουν από αυτή την απόκλιση των τιμών χωρίς να αναλάβουν ρίσκο. Επίσης, οι συναλλαγές αυτές βοηθούν ώστε να επέλθει ισορροπία μεταξύ των δυο αγορών. Η καθαρή εξισορροπητική κερδοσκοπία (pure arbitrage) απαιτεί γρήγορες κινήσεις και, κατά συνέπεια, μπορεί μόνο να επιτευχθεί από συναλλασσόμενους οι οποίοι έχουν άμεση πρόσβαση στο σύστημα συναλλαγών. Παρόλα αυτά, επειδή οι συμμετέχοντες στην αγορά, σε γενικές γραμμές, σκοπεύουν στο να επιλέγουν τις πιο ευνοϊκές ευκαιρίες, μεταξύ λίγο ή πολύ παρόμοιων επιλογών, συνεισφέρουν γενικότερα στη δημιουργία δίκαιης τιμολόγησης.

3.9. ΤΑ ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Όπως έχει γίνει φανερό, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης έχουν αρκετά πλεονεκτήματα έναντι των επενδύσεων σε μετοχές. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν και για αύξηση των αποδόσεων αλλά και για προστασία των επενδύσεων. Στις επόμενες παραγράφους θα γίνει μια σύνοψη των πλεονεκτημάτων των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, όπως αυτά περιγράφηκαν σε όλο το κεφάλαιο.

3.9.1. ΧΡΗΣΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΓΙΑ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στους δείκτες FTSE/ASE 20 και FTSE/ASE 40 προσφέρουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να επωφεληθούν από τις τυχόν μεταβολές στις τιμές των μετοχών, με σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι της αγοράς και πώλησης τίτλων στο ΧΑΑ.

Με την επιλογή ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης σε δείκτη, ο επενδυτής επιλέγει ένα μόνο προϊόν (το ΣΜΕ) και έτσι απαλλάσσεται από το κάπως δύσκολο έργο της επιλογής για πώληση συγκεκριμένων μετοχών, από το ρίσκο που μια τέτοια διεργασία συνεπάγεται και τη δυσκολία της ταυτόχρονης εκτέλεσης για πώληση μεγάλου αριθμού μετοχών.

Επομένως, αν ένας επενδυτής έχει ήδη χαρτοφυλάκιο μετοχών και προσδοκά πιθανή πτώση των τιμών, μπορεί να μειώσει την έκθεσή του στον κίνδυνο αυτό, πουλώντας συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στο δείκτη. Με τον τρόπο αυτό ο επενδυτής μεταφέρει τον κίνδυνο στον αγοραστή των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης που πιθανώς έχει διαφορετική άποψη για την αγορά ή διαφορετικό επενδυτικό ορίζοντα (θυμηθείτε τις αντίθετες θέσεις αντισταθμιστών – κερδοσκόπων για τους οποίους έγινε λόγος παραπάνω).

Η επιλογή του δείκτη για το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, όπως επίσης και του αριθμού των συμβολαίων, είναι αποτέλεσμα ανάλυσης του επενδυτή και έχει κυρίως

να κάνει με τις μετοχές του χαρτοφυλακίου του (ο βαθμός συσχέτισης για τον οποίο έγινε αναφορά πιο πάνω).

Όταν ο επενδυτής πουλά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και η αγορά πέφτει, τότε χάνει μεν από το χαρτοφυλάκιό του αλλά κερδίζει από τη συναλλαγή στο παράγωγο προϊόν, αποφεύγοντας έτσι τον εγκλωβισμό του σε χαμηλά επίπεδα τιμών. Έτσι, για επενδυτές που έχουν ήδη μετοχές στο ΧΑΑ, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης προσφέρουν τη δυνατότητα αντιστάθμισης με τα εξής βασικά πλεονεκτήματα:

- Ø Το κόστος συναλλαγής από προμήθειες είναι σχετικά χαμηλό.
- Ø Το άνοιγμα τιμών στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι σημαντικά μικρότερο από το άνοιγμα τιμών των μετοχών στην υποκείμενη αγορά.
- Ø Οι συναλλαγές μπορούν να γίνουν γρήγορα και με μία πράξη.
- Ø Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι εξαιρετικά ρευστά συμβόλαια, άρα μπορούν να εκτελεστούν με μεγαλύτερη ευκολία.
- Ø Υπάρχουν σημαντικά φορολογικά πλεονεκτήματα σε αρκετές περιπτώσεις.
- Ø Δεν ασκείται άμεση πίεση στις μετοχές, αφού ο επενδυτής δεν χρειάζεται να ρευστοποιήσει το χαρτοφυλάκιό του.
- Ø Οι επενδυτές μπορούν να έχουν μια γενική εικόνα της αγοράς με την παρατήρηση της πορείας της τιμής των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.
- Ø Επιτρέπουν στους επενδυτές να ενεργούν με συνθήκες καλύτερης πληροφόρησης. Έτσι, οι αγορές γίνονται πιο αποτελεσματικές και οι τιμές πιο ορθολογικές.
- Ø Υπάρχει η ΕΤΕΣΕΠ, που εξαλείφει τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων ενός από τους αντισυμβαλλομένους.

3.9.2. ΧΡΗΣΗ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΓΙΑ ΑΥΞΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ

Επενδυτές που επιθυμούν αυξημένες αποδόσεις από τις τοποθετήσεις τους, είτε έχουν μετοχές είτε όχι, μπορεί να είναι αγοραστές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Με τον τρόπο αυτό μοχλεύουν τη θέση τους με βάση την προσδοκία τους για άνοδο της

αγοράς και επιζητούν αυξημένες αποδόσεις (εξαιτίας της μόχλευσης) με αυξημένο βέβαια κίνδυνο, αν η προσδοκία τους δεν επαληθευτεί.

Οι αγοραστές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης έχουν τα εξής πλεονεκτήματα, έναντι των αγοραστών μετοχικών τίτλων:

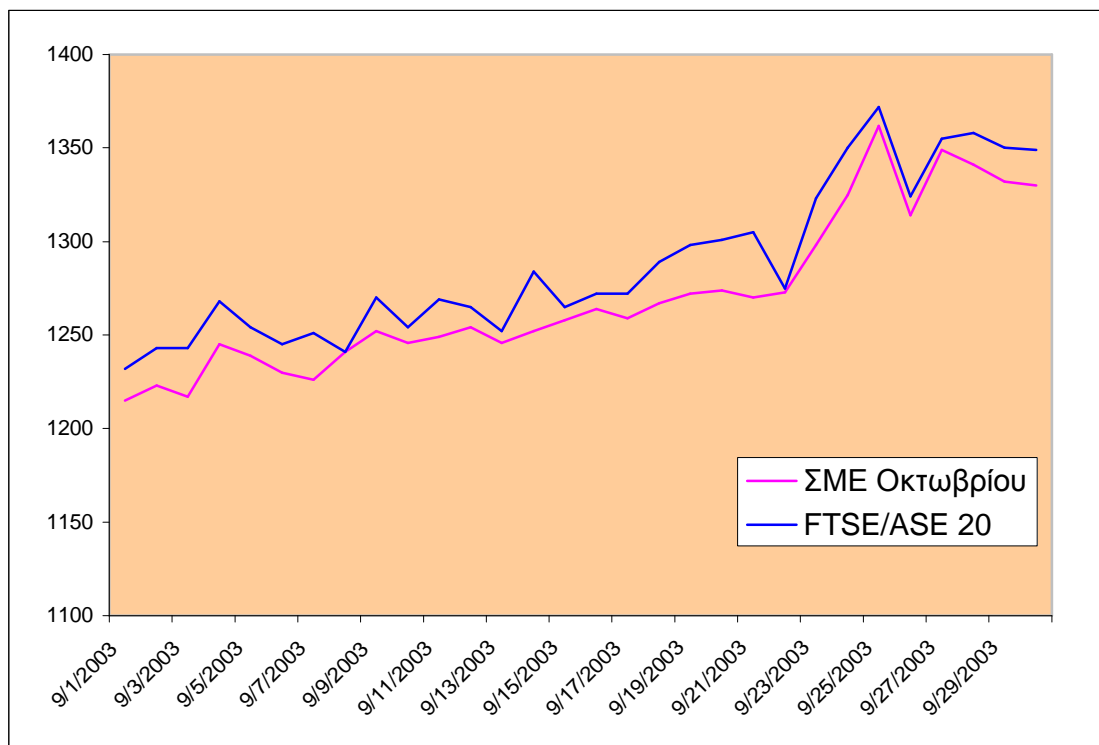
- Ø Απαιτείται μικρό αρχικό κεφάλαιο για την αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, μιας και οι επενδυτές αν έχουν μετοχές μπορούν να τις χρησιμοποιήσουν ως ενέχυρο, ενώ αν δεν έχουν, χρειάζονται μόνο ένα ποσοστό της τάξης του 20% της αξίας της θέσης.
- Ø Το κόστος προμηθειών είναι χαμηλότερο από αυτό που απαιτείται για αγορά μετοχών.
- Ø Με μια κίνηση αποκτούν θέση σε όλες τις μετοχές του δείκτη, έχοντας έτσι χαμηλότερο μη συστηματικό κίνδυνο και συμμετέχοντας σε πιθανή άνοδο της αγοράς.
- Ø Υπάρχει ρευστότητα στην αγορά συμβολαίων που πιθανώς να μην υπάρχει σε συγκεκριμένες μετοχές για τις οποίες μπορεί να ενδιαφέρεται ο επενδυτής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ

4.1. ΑΓΟΡΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΔΕΙΚΤΗ ΛΟΓΩ ΑΝΟΔΙΚΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ

Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής αναμένει μια γρήγορη ανάκαμψη στην αγορά το επόμενο χρονικό διάστημα. Σε συνδυασμό με το γεγονός ότι δεν επιθυμεί να δεσμεύσει μεγάλο κεφάλαιο για την αγορά μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης, αποφασίζει στις 3 Σεπτεμβρίου του 2003 να αγοράσει δέκα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/ASE 20 με μήνα λήξης τον Οκτώβριο του ίδιου έτους στις 1200 μονάδες του δείκτη. Την ίδια μέρα (03/09/2003) η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου καθορίστηκε στις 1217 μονάδες, και η τιμή κλεισίματος του FTSE/ASE 20 ήταν 1243 μονάδες. Επίσης το περιθώριο ασφάλισης που έθεσε η ΕΤΕΣΕΠ ήταν 12% της τιμής κλεισίματος για κάθε ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης



Διάγραμμα 4.1

Ο υπολογισμός του περιθωρίου ασφάλισης γίνεται ως εξής:

Πολλαπλασιάζουμε την τιμή κλεισίματος του δείκτη (1243 μονάδες) με το ποσοστό που απαιτείται ως περιθώριο ασφάλισης (12%) με τον αριθμό των ΣΜΕ (10) και όλα αυτά με τον πολλαπλασιαστή (€5, εφόσον μια μονάδα του δείκτη ισοδυναμεί με €5). Θα έχουμε δηλαδή:

$$1243 \times 12\% \times 10 \times 5 = \text{€}7.458$$

Αυτό το ποσό πρέπει να καταβάλλει ο επενδυτής μέχρι το επόμενο πρωί (04/09/2003) σε κάποιον αντίστοιχο λογαριασμό (το ποσό αυτό θα αλλάζει καθημερινά ανάλογα με την πορεία του δείκτη FTSE/ASE 20). Την ίδια στιγμή, λόγω του ημερήσιου διακανονισμού, θα εισπράττει τα κέρδη ή θα καταβάλλει της ζημιές, ανάλογα με την ημερήσια κίνηση του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης. Την πρώτη μέρα, τα κέρδη του θα είναι:

$$\pi = 10 \times 5 \times (1217 - 1200) = \text{€}50$$

Έστω ότι στις 30 Σεπτεμβρίου οι προσδοκίες του επενδυτή επαληθεύονται. Έτσι, στις 30/09/2003 αποφασίζει να κλείσει τη θέση του, πουλώντας τα 10 συμβόλαια στις 1330 μονάδες, και ενώ η τιμή κλεισίματος του FTSE/ASE 20 την ίδια μέρα ήταν 1349 μονάδες. Θα είχαμε λοιπόν για εκείνη την ημέρα:

$$\text{Περιθώριο ασφάλισης} = 1349 \times 12\% \times 10 \times 5 = \text{€}8.094$$

$$\pi = 10 \times 5 \times (1330 - 1200) = \text{€}6.500$$

Ας πούμε τώρα ότι το μέγιστο περιθώριο ασφάλισης δεν το κατέβαλε στις 30/09/2003, αλλά στις 28/09/2003 όπου ο FTSE/ASE 20 έφθασε τις 1358 μονάδες. Κατέβαλε δηλαδή ένα ποσό της τάξης των €8.148 (=1358x12%x10x5).

Η συνολική του απόδοση λοιπόν ήταν περίπου 79,8% (= €6500/€8148), ενώ η συνολική μεταβολή του FTSE/ASE 20 για το διάστημα 3 με 30 Σεπτεμβρίου ήταν μόλις 8,53% [= (1349-1243)/1243].

Αν όμως δεν επαληθεύονταν οι προσδοκίες του και στη λήξη του συμβολαίου η τιμή του ΣΜΕ ήταν 1.157 μονάδες και ο FTSE/ASE 20 βρισκόταν στις 1.012 μονάδες θα είχαμε:

$$\pi = 10 \times 5 \times (1157 - 1200) = -2.150\text{€ και}$$

$$\text{Περιθώριο ασφάλισης} = 1012 \times 12\% \times 10 \times 5 = \text{€}6.072.$$

Δηλαδή η απόδοσή του θα ήταν $-35,4\%$. Γίνεται φανερό ότι η δυνατότητα της μόχλευσης που προσφέρουν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης μπορεί να εμπεριέχει πολύ υψηλό ρίσκο σε περίπτωση πτώσης των τιμών.

4.2. ΠΩΛΗΣΗ ΣΜΕ ΕΠΙ ΜΕΤΟΧΗΣ ΛΟΓΩ ΠΤΩΤΙΚΩΝ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ

Το ακόλουθο παράδειγμα δείχνει πως μπορεί κάποιος να επωφεληθεί από τη μόχλευση που του προσφέρουν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε περιπτώσεις που η αγορά κινείται πτωτικά ή ο ίδιος ο επενδυτής είναι απαισιόδοξος για την πορεία του υποκειμένου προϊόντος. Ας υποθέσουμε ότι στις αρχές Νοεμβρίου (05/11/2003) η μετοχή της ALPHA BANK βρίσκεται στα επίπεδα των €9, και το ΣΜΕ επί μετοχών της ALPHA (λήξης Μαρτίου) διαπραγματεύεται στα €9,4. Έστω ότι ένας επενδυτής δεν επιθυμεί να προβεί σε ανοιχτή πώληση 2000 μετοχών, αφού θα πρέπει να δεσμεύσει σημαντικά μεγάλο κεφάλαιο προκειμένου να δανειστεί τις μετοχές που δεν έχει (μιας και εκτός του margin θα έπρεπε να καταβάλλει και το κόστος ημερήσιου δανεισμού μετοχών).

Έτσι, αποφασίζει να πουλήσει 20 συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης της ALPHA (100 μετοχές το κάθε συμβόλαιο) δεσμεύοντας μόνο το 18% της ονομαστικής αξίας της θέσης ως περιθώριο ασφάλισης, θα καταβάλλει δηλαδή στον αντίστοιχο λογαριασμό ένα ποσό της τάξης των €6.840. Το ποσό αυτό υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Περιθώριο ασφάλισης} = €9 \times 2000 \text{ μετοχές} \times 18\% = €6.840.$$

Όπως στο προηγούμενο παράδειγμα, χρησιμοποιήσαμε την τιμή του FTSE/ASE 20 για τον υπολογισμό του περιθωρίου, έτσι και εδώ χρησιμοποιούμε την τιμή με την οποία διαπραγματεύεται το υποκείμενο στοιχείο στο ΧΑΑ. Φυσικά, τα κέρδη του και το περιθώριο ασφάλισης αναπροσαρμόζονται καθημερινά.

Έστω τώρα ότι στις 23/12/2003 η μετοχή της ALPHA έχει πέσει στα €6,9 και το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης λήξης Μαρτίου στα €7,1 και ο επενδυτής αποφασίζει να μην περιμένει ως τη λήξη του συμβολαίου αλλά να κλείσει τη θέση του αγοράζοντας τα 20 συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης της ALPHA BANK. Τα συνολικά κέρδη του θα υπολογιστούν με τον παρακάτω τρόπο:

$$\pi = (\text{€}9,4 - \text{€}7,1) \times 20 \text{ ΣΜΕ} \times 100 \text{ μετοχές ανά ΣΜΕ} = \text{€}4.600$$

Με την υπόθεση ότι το μέγιστο περιθώριο ασφάλισης κλήθηκε να το καταβάλλει στις 5 Νοεμβρίου, όπου και αγόρασε τα 20 συμβόλαια, ο επενδυτής για το διάστημα 5 Νοεμβρίου έως 23 Δεκεμβρίου, είχε μια απόδοση της τάξης του 67,25% (= €4600/€6840), έναντι απόδοσης 11% περίπου αν ο επενδυτής είχε πουλήσει ανοιχτά 2000 μετοχές της ALPHA BANK.

Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο παράδειγμα, σε περίπτωση που οι προσδοκίες του επενδυτή δεν επαληθεύονταν και η αγορά πραγματοποιούσε άνοδο, θα είχε αρκετά μεγάλους ζημιές λόγω της μόχλευσης.

4.3. ΣΥΝΔΥΑΣΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ: ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΜΕ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΣΕ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

4.3.1. ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Κίνδυνος Ακάλυπτης Θέσης σε Παράγωγα: Είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής στην περίπτωση κατά την οποία έχει πουλήσει δικαιώματα αγοράς σε υποκείμενα προϊόντα τα οποία δεν έχει στην κατοχή του. Εάν η αγορά κινηθεί ενάντια στην προσδοκία του επενδυτή – πωλητή (η τιμή του υποκείμενου προϊόντος στη τρέχουσα αγορά είναι υψηλότερη από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος) ο αγοραστής του δικαιώματος έχει τη δυνατότητα να εξασκήσει το δικαίωμα αυτό, με συνέπεια ο πωλητής να είναι υποχρεωμένος να αγοράσει το προϊόν στη τρέχουσα αγορά, σε τιμή συνήθως πολύ υψηλότερη από την τιμή στην οποία είναι υποχρεωμένος να το πουλήσει στον αγοραστή.

Κίνδυνος απωλειών μέσω Λογαριασμών Περιθωρίου (Margin Account): Είναι ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ο επενδυτής (ο οποίος έχει θέση στην αγορά παραγώγων) να χάσει ολόκληρο το κεφάλαιο που έχει αρχικά επενδύσει. Εάν η αγορά κινηθεί ενάντια στις εκτιμήσεις του επενδυτή θα ζητηθεί αυτόματα η άμεση καταβολή επιπρόσθετων κεφαλαίων για ασφάλιση. Υπάρχει κατά συνέπεια η πιθανότητα απώλειας επιπρόσθετων κεφαλαίων πέραν των αρχικών. .

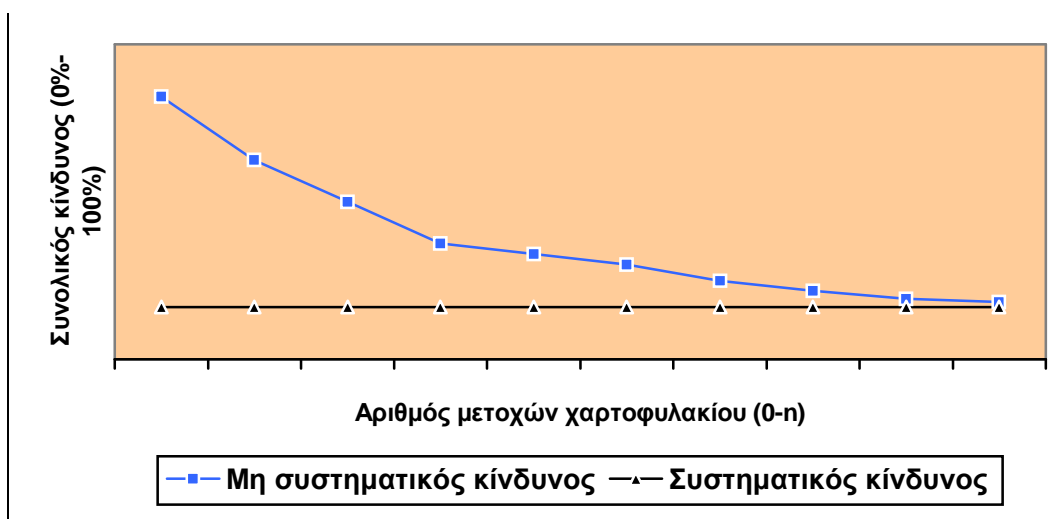
Κίνδυνοι επενδυτικής πρακτικής: Σε περίπτωση που ο επενδυτής έχει επιλέξει να δανειστεί μετοχές με σκοπό να τις πουλήσει στην spot αγορά, πρέπει να είναι ενήμερος

ότι η εταιρεία μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ζητήσει την επιστροφή των μετοχών που έχει δανειστεί ο επενδυτής. Ο κίνδυνος σε αυτή την περίπτωση προκύπτει από την πιθανότητα η τιμή της μετοχής στην spot αγορά την στιγμή που θα του ζητηθεί η επιστροφή τους να είναι υψηλότερη από την τιμή στην οποία έχει πουληθεί.

Σε περίπτωση που ο επενδυτής έχει επιλέξει να δανείσει μετοχές, θα πρέπει να είναι ενήμερος ότι όταν ζητήσει την επιστροφή των μετοχών, η εταιρεία ενδέχεται να επιστρέψει τις μετοχές τμηματικά σε μια περίοδο μερικών ημερών. Ο κίνδυνος προκύπτει από την ενδεχόμενη αρνητική διαφορά στην τιμή των μετοχών τη στιγμή που θα επιστραφούν και τις τιμές που είχαν όταν είχε ζητηθεί η επιστροφή τους.

Ο επενδυτής που πουλάει ΣΜΕ (short futures) που απαιτούν εκκαθάριση μέσω φυσικής παράδοσης ή πουλάει δικαιώματα προαίρεσης χωρίς να έχει στην κατοχή του τα αντίστοιχα υποκείμενα μέσα αναλαμβάνει τον κίνδυνο στην περίπτωση που η αγορά κινηθεί σε αντίθετη κατεύθυνση από τις προσδοκίες του, οι απώλειές του δυνητικά να είναι απεριόριστες. Ιδιαίτερο ρίσκο εμπεριέχει η περίπτωση πώλησης δικαιωμάτων αγοράς (short call) όπου ο αγοραστής μπορεί να εξασκήσει τα δικαιώματα αυτά οποιαδήποτε στιγμή με αποτέλεσμα ο πωλητής που δεν έχει στην κατοχή του τα αντίστοιχα υποκείμενα μέσα να έχει αναλάβει πολύ υψηλό ρίσκο με θεωρητικά απεριόριστες απώλειες.

Όλοι οι κάτοχοι μετοχών είναι εκτεθειμένοι στον κίνδυνο απώλειας της τιμής (price loss), δηλαδή μιας μείωσης της αξίας της επένδυσής τους. Αυτός ο κίνδυνος αποτελείται από δύο συνθετικά στοιχεία: τον συστηματικό κίνδυνο (market risk) και τον μη – συστηματικό κίνδυνο (unsystematic risk). Ο μη συστηματικός κίνδυνος έχει να κάνει με στοιχεία που αφορούν την εταιρεία και δεν επηρεάζουν την τάση της αγοράς, μπορεί δε, να αντιμετωπιστεί με ένα προσεκτικά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο (diversified portfolio). Από την άλλη, ο συστηματικός κίνδυνος, επηρεάζεται από παράγοντες όπως οι μεταβολές στα επιτόκια, οι πληθωριστικές προσδοκίες, η φορολογική νομοθεσία, το γενικότερο πολιτικό κλίμα κ.ά. Ο συστηματικός κίνδυνος δεν μπορεί να εξαλειφθεί και όλες οι μετοχές είναι εκτεθειμένες σε αυτόν. Τα δύο αυτά είδη κινδύνου φαίνονται και στο παρακάτω διάγραμμα:



Διάγραμμα 4.2

4.3.2 Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΕΤΑ (β)

Ένας από τους κυριότερους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή μιας μετοχής είναι ο κίνδυνος (γνωστός και ως ρίσκο) που περικλείεται σε αυτήν. Αυτός ο κίνδυνος μπορεί να διακριθεί σε συστηματικό και σε μη συστηματικό κίνδυνο. Ο συντελεστής “beta” (beta coefficient) είναι ένα σύγχρονο χρηματοοικονομικό εργαλείο που βοηθά στη μέτρηση του συστηματικού κινδύνου μιας μετοχής, δηλαδή του κινδύνου του αξιόγραφου που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς και ο οποίος δεν εξουδετερώνεται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Με τη λέξη διαφοροποίηση ορίζουμε το συνδυασμό μετοχών διαφορετικού κινδύνου και προσδοκώμενης απόδοσης (δηλαδή συνήθως διαφορετικών εταιριών και κλάδων), ώστε να επιτευχθεί ο περιορισμός του συνολικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου μετοχών. Ο μη συστηματικός κίνδυνος προκύπτει από γεγονότα και δεδομένα που αφορούν στην ίδια την εταιρία και τα οποία μπορούν να επηρεάσουν την τιμή της βραχυχρόνια ή μακροχρόνια.

Είναι σημαντική η ερμηνεία του κινδύνου και η διάκρισή του σε συστηματικό και μη συστηματικό για τους εξής λόγους: Πρώτος λόγος είναι η σχέση που υπάρχει ανάμεσα στον κίνδυνο και την απόδοση του χαρτοφυλακίου. Όσο μεγαλύτερη είναι η συμμετοχή

των μετοχών των οποίων ο συντελεστής κινδύνου είναι υψηλός, τόσο μεγαλύτερος θα είναι και ο συνολικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου, αλλά και τόσο μεγαλύτερη θα είναι η δυνητική του απόδοση, δηλαδή η αποζημίωση του επενδυτή με υψηλότερα κέρδη στο μέλλον.

Ένας δεύτερος λόγος για τη διάκριση των κινδύνων συνίσταται στο γεγονός ότι οι επενδυτές έχουν διαφορετικές χρηματοοικονομικές γνώσεις και ξεχωριστές πληροφορίες με αποτέλεσμα να διαφοροποιείται η ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων και η αξιολόγηση της ποιότητας των οικονομικών επιδόσεων των εισηγμένων εταιριών. Το γεγονός αυτό τους οδηγεί σε επίσης διαφοροποιημένες προβλέψεις για την πορεία της αγοράς, με αποτέλεσμα να διαρθρώνουν τα χαρτοφυλάκιά τους με μετοχές διαφορετικών εταιριών και κλάδων, δηλαδή με διαφορετικό συντελεστή κινδύνου.

Τέλος, η διάκριση μεταξύ δύο τύπων κινδύνου είναι κρίσιμη, για τον τρόπο με τον οποίο θα γίνει η διαφοροποίηση των μετοχών που απαρτίζουν ένα χαρτοφυλάκιο, ώστε να μειωθεί ο ειδικός (μη συστηματικός) κίνδυνος μέσω της διαφοροποίησης. Ο συντελεστής “beta” μετράει τον βαθμό στον οποίο οι αποδόσεις μιας μετοχής συνδιακυμαίνονται με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αγοράς M , την απόδοση δηλαδή μιας μετοχής σε σύγκριση με την απόδοση της αγοράς, που ορίζεται από την πορεία του γενικού δείκτη του κάθε χρηματιστηρίου. Ο γενικός δείκτης - ο οποίος μετρά την επίδοση της συγκεκριμένης αγοράς - έχει εξ’ ορισμού συντελεστή “beta” ίσο με τη μονάδα. Αυτό σημαίνει ότι μια μετοχή με συντελεστή “beta” 1,3, θα μεταβάλλεται κατά 1,3% για κάθε μεταβολή του δείκτη ίση με 1,0% (ή θα μεταβάλλεται κατά 13% για κάθε μεταβολή του δείκτη ίση με 10%). Απαραίτητη προϋπόθεση βέβαια για την ορθή εξαγωγή του “beta”, είναι ένας αντιπροσωπευτικός γενικός δείκτης.

4.3.3 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Έστω ότι ένας επενδυτής έχει λάβει θέση αγοράς μετοχών (long stock) στηριζόμενος στις ανοδικές του προσδοκίες για την τιμή της μετοχής της ΔΕΗ Α.Ε. Όμως, κάποιες ειδήσεις από τον επιχειρηματικό κόσμο τον κάνουν να αμφισβητεί τις προσδοκίες του με αποτέλεσμα η πτώση της τιμής της ΔΕΗ και κατά συνέπεια η μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου του να είναι ορατή. Έτσι, παίρνει θέση πώλησης ΣΜΕ στον δείκτη

FTSE/ASE 20 (short index future) ώστε να αντισταθμίσει τον κίνδυνο. Ωστόσο, η συνδυαστική αυτή στρατηγική του θα τον αναγκάσει να αποποιηθεί οποιοδήποτε κέρδος αν η τιμή της ΔΕΗ τελικά αυξηθεί, θα έχει δηλαδή ένα διαφυγόν κέρδος εξαιτίας της θέσης του σε ΣΜΕ, όμως το χαρτοφυλάκιό του θα είναι σε κάθε περίπτωση αντισταθμισμένο από κάθε κίνδυνο.

Ας υποθέσουμε ότι το χαρτοφυλάκιό του είναι αξίας 12.000€ με συντελεστή beta 0,9. Η τρέχουσα τιμή του δείκτη FTSE/ASE 20 είναι 1900 μονάδες, ενώ η τιμή του ΣΜΕ τρίμηνης διάρκειας στον δείκτη είναι 1954 μονάδες (με τιμή μονάδας 5€). Ο πίνακας που ακολουθεί δείχνει ποιο θα είναι το αποτέλεσμα κάθε θέσης του επενδυτή, αλλά και συνολικά, για διάφορες τιμές του FTSE/ASE 20 κατά την ημερομηνία παράδοσης.

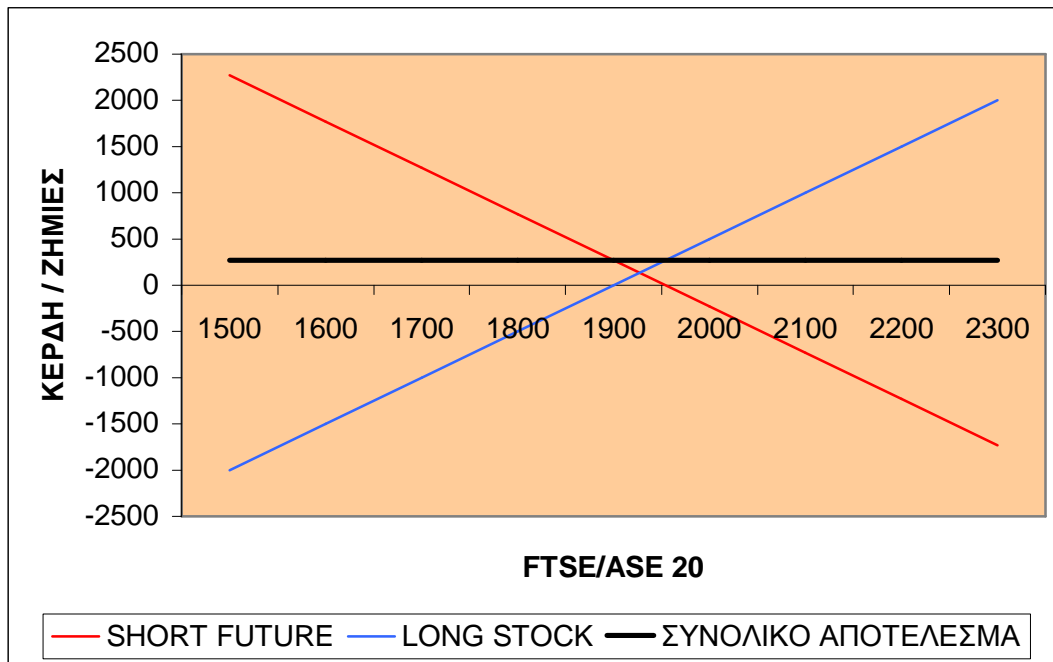
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1

| FTSE/ASE 20 | SHORT | FUTURE | LONG STOCK | ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ |
|-------------|--------|--------|------------|------------------------|
| 1500 | 2270€ | | -2000€ | 270€ |
| 1600 | 1770€ | | -1500€ | 270€ |
| 1700 | 1270€ | | -1000€ | 270€ |
| 1800 | 770€ | | -500€ | 270€ |
| 1900 | 270€ | | 0€ | 270€ |
| 2000 | -230€ | | 500€ | 270€ |
| 2100 | -730€ | | 1000€ | 270€ |
| 2200 | -1230€ | | 1500€ | 270€ |
| 2300 | -1730€ | | 2000€ | 270€ |

Για τον υπολογισμό της μεταβολής της αξίας του χαρτοφυλακίου μετοχών σε κάθε επίπεδο του δείκτη πολλαπλασιάζουμε το ποσοστό μεταβολής του δείκτη επί τον συντελεστή beta του χαρτοφυλακίου επί την αξία του χαρτοφυλακίου. Παραδείγματος χάριν, για να βρούμε πόσο μεταβλήθηκε η αξία του χαρτοφυλακίου όταν ο FTSE/ASE 20 σημείωσε άνοδο από 1900 σε 2200 μονάδες, εργαστήκαμε ως εξής:

$$[(2200-1900)/1900] \times 0,9 \times 12000€ = 1500€$$

Το συνολικό αποτέλεσμα προκύπτει προσθέτοντας αλγεβρικά τις δύο θέσεις του επενδυτή και η γραφική απεικόνιση της στρατηγικής αντιστάθμισης μέσω συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης φαίνεται στο παρακάτω διάγραμμα:



Διάγραμμα 4.3

Το νεκρό σημείο της θέσης αγοράς μετοχών είναι οι 1900 μονάδες, ενώ το νεκρό σημείο της θέσης πώλησης ΣΜΕ επί δείκτη είναι οι 1954 μονάδες. Από τις 1954 μονάδες και επάνω, ο επενδυτής έχει ένα διαφυγόν κέρδος εξαιτίας της θέσης του σε futures. Η συνολική του θέση όμως είναι απαλλαγμένη κινδύνου (risk free) με μια απόδοση ίση με 2,25% ανά τρίμηνο (= 270€/ 12000€) ή 9% ανά έτος.

Είναι φανερό ότι η θέση πώλησης ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης μπορεί να κλείσει οποιαδήποτε στιγμή μέσα στο τρίμηνο με την αγορά συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης ίδιας σειράς. Αυτή η κίνηση όμως θα εκθέσει εκ νέου το μετοχικό χαρτοφυλάκιο σε κίνδυνο διακυμάνσεων των τιμών. Ο επενδυτής μας θα προέβαινε σε μια τέτοια κίνηση μόνο αν ήταν εξαιρετικά σίγουρος και πολύ καλά πληροφορημένος ότι δεν υπάρχει πιθανότητα μείωσης της τιμής της ΔΕΗ στο μέλλον.

Επενδυτές που κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου των χαρτοφυλακίων τους μέσω συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) σε δείκτες πρέπει να δώσουν ιδιαίτερη προσοχή στο συντελεστή beta των χαρτοφυλακίων τους. Ένα beta μεγαλύτερο της μονάδας υποδεικνύει την αγορά αυξημένου αριθμού συμβολαίων για την αντιστάθμιση του χαρτοφυλακίου. Αντίστοιχα, αν ο συντελεστής beta είναι μικρότερος της μονάδας, απαιτούνται λιγότερα συμβόλαια. Γενικά, χρησιμοποιείται ο ακόλουθος τύπος:

Αριθμός ΣΜΕ = (Αξία χαρτοφυλακίου x beta)x(Spot τιμή δείκτη x μέγεθος ΣΜΕ)

Στο παράδειγμά μας, θα ίσχυε:

Αριθμός ΣΜΕ = (12000€x 0,9) x (1900 μονάδες x 5€) = 1,1.

Δηλαδή, ο επενδυτής θα πρέπει να πουλήσει 1 συμβόλαιο προκειμένου να αντισταθμίσει τη θέση κατοχής μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΙΚΟΝΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

5.1.ΤΑ ΜΕΓΕΘΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Η ελληνική αγορά χρηματοοικονομικών παραγώγων, δείχνει να κερδίζει έδαφος έναντι της υποκείμενης αγοράς, μιας και οι Έλληνες επενδυτές προτιμούν να επενδύουν τα κεφάλαιά τους στις μελλοντικές τιμές των μετοχών και των δεικτών. Αυτό φαίνεται και στον παρακάτω ενδεικτικό πίνακα, όπου διαγράφεται η πορεία της ελληνικής αγοράς παραγώγων κατά την πενταετία 1999 έως 2003 :

Πίνακας 5.1

| | 1999 Δεκέμβριος | 2000 Δεκέμβριος | 2001 Δεκέμβριος | 2002 Δεκέμβριος | 2003 Σεπτέμβριος |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|
| Κωδικοί πελατών | 325 | 3181 | 9133 | 15482 | 20107 |
| Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π | 20 | 36 | 42 | 47 | 47 |
| Προϊόντα | 1 | 5 | 7 | 8 | 10 |

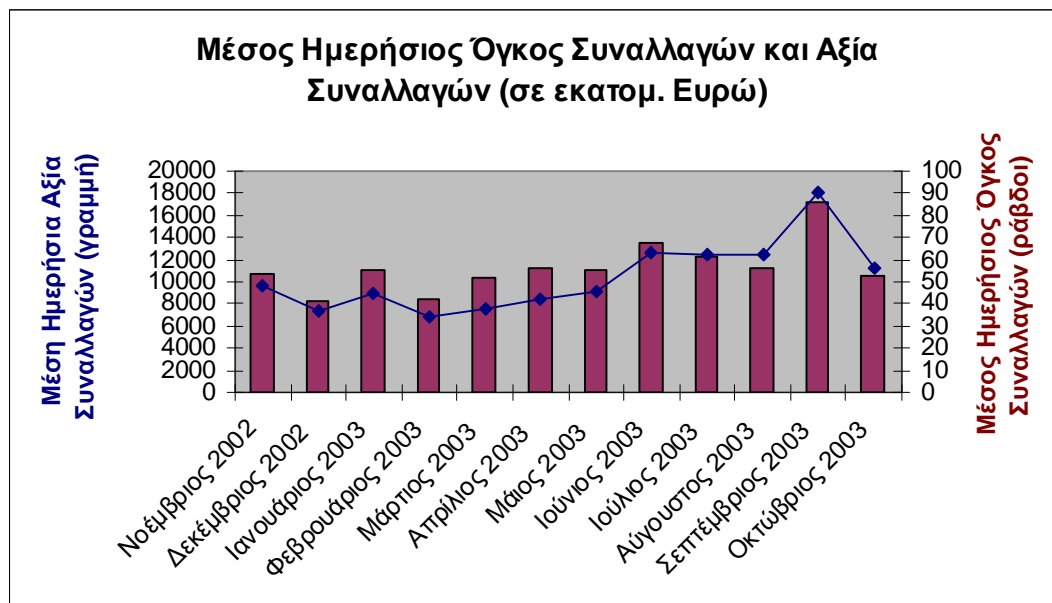
Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Βλέπουμε πως μέσα σε τέσσερα χρόνια το επενδυτικό κοινό του ΧΠΑ αυξήθηκε κατά 62 φορές, ενώ οι συνολικοί ενεργοί κωδικοί στο Χρηματιστήριο Αξιών αυξήθηκαν κατά 6 περίπου φορές(από 355.308 το 1998 σε 1.800.000 περίπου το 2003), επιβεβαιώνοντας το γεγονός ότι όλο και περισσότεροι επενδυτές εμπιστεύονται την αγορά παραγώγων. Σύμφωνα με την περιοδική έκδοση "ΑDEXpress" του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Γ' τρίμηνο 2003), κατά το πρώτο εξάμηνο του 2003 πραγματοποιήθηκαν 4.438.260 συμβόλαια (ΣΜΕ και Δικαιώματα), ενώ ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών σημείωσε αύξηση της τάξης του 53,2% σε σχέση με το πρώτο εξάμηνο του 2002. Ειδικότερα στο προϊόν ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE 20 ο μέσος ημερήσιος όγκος ανήλθε στα 10942 συμβόλαια έναντι 6540 κατά την αντίστοιχη περσινή περίοδο (αύξηση κατά 67,3%).

Για το προϊόν ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE 20, που είναι ίσως το δημοφιλέστερο συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, μπορούμε να δούμε την πορεία του από τον

Νοέμβριο του 2002 μέχρι και τον Οκτώβριο του 2003 (τα στοιχεία δεν αφορούν ολόκληρο τον Οκτώβριο του 2003), παρατηρώντας την σταθερή ανοδική πορεία τόσο της μέσης ημερήσιας αξίας όσο και του μέσου ημερήσιου όγκου των συναλλαγών (διάγραμμα V.1). Επίσης, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών από το Δεκέμβριο του 2002 μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2003 αυξήθηκε κατά 147% (από 36,59 σε 90,31 εκατ. Ευρώ), με τον γενικό δείκτη τιμών του ΧΑΑ να σημειώνει για την ίδια περίοδο αύξηση κατά 6,7% και τον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης να σημειώνει αύξηση κατά 9,87%. Είναι επίσης χαρακτηριστικό ότι τον Νοέμβριο του 2003 έγιναν 18.526 συμβόλαια και δικαιώματα στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και από αυτά τα 10.864 (58,64%) ήταν ΣΜΕ επί του FTSE/ASE 20. Τα μερίδια αγοράς των χρηματιστηριακών εταιρειών όσον αφορά το βασικότερο προϊόν του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών ήταν τα εξής (για τον μήνα Νοέμβριο): πρώτη η Marfin Ελληνική με 17%, δεύτερη η Eurobank με 16,61%, τρίτη η Εθνική Χρηματιστηριακή με 10,67%, τέταρτη η Π&Κ με 9,48% και πέμπτη η ΩΜΕΓΑ με μερίδιο αγοράς 8,15%.

Διάγραμμα 5.1 ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE 20

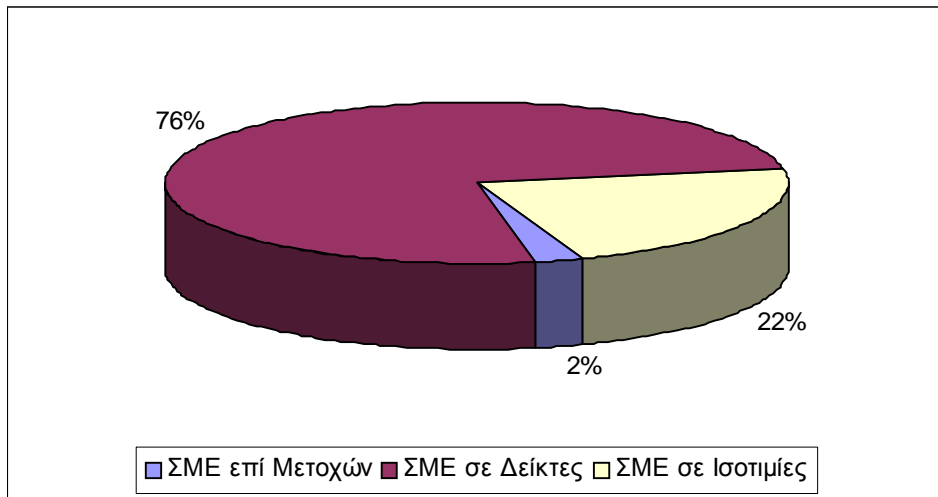


Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Γενικότερα όμως, οι επενδυτές φαίνεται να προτιμούν τον χρηματικό διακανονισμό στο κλείσιμο της θέσης τους, πριν ή και στη λήξη των συμβολαίων, παρά τη φυσική παράδοση μετοχών. Στα διαγράμματα που ακολουθούν παρατηρούμε τη σταθερή

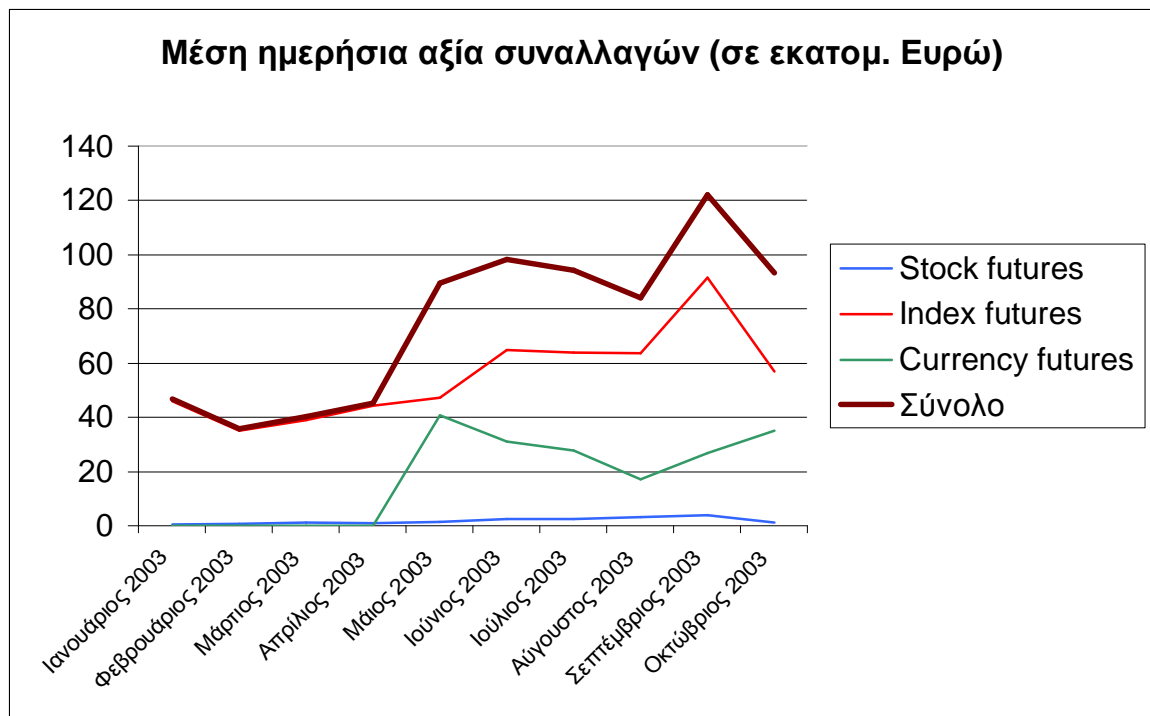
προτίμηση των επενδυτών στα index futures, ακόμα και μετά την 19η Μαΐου 2003 όπου άρχισε και η διαπραγμάτευση συμβολαίων επί συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς και η συνεχής αύξηση της μέσης ημερήσιας αξίας συναλλαγών στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης για το διάστημα Ιανουάριος – Οκτώβριος 2003:

Διάγραμμα 5.2



Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

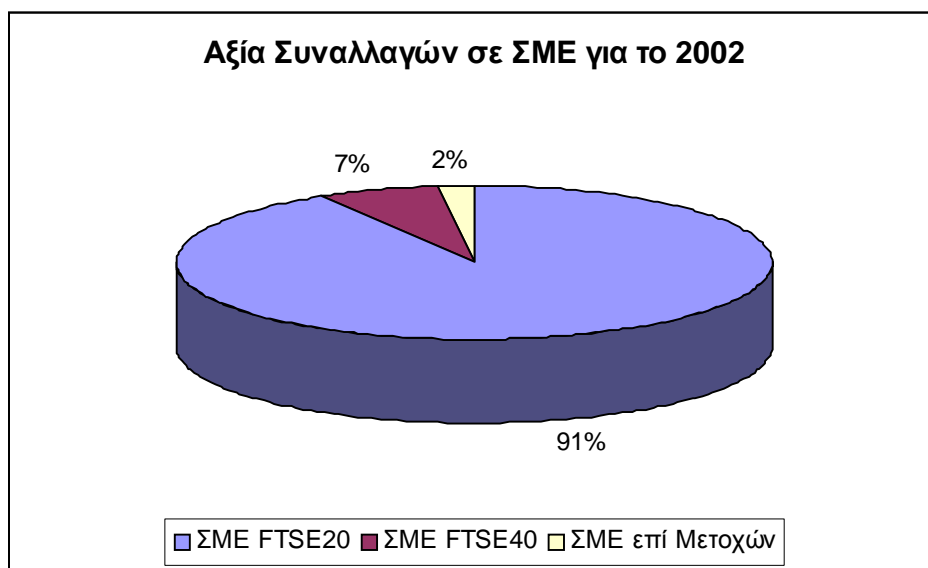
Διάγραμμα 5.3



Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Όσον αφορά το 2002, παρατηρούμε και εκεί τη σταθερή προτίμηση των επενδυτών στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί χρηματιστηριακών δεικτών, χωρίς βέβαια, να έχει αρχίσει η διαπραγμάτευση στα συναλλαγματικά ΣΜΕ:

Διάγραμμα 5.4



Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

5.2. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΥΠΟΚΕΙΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑ

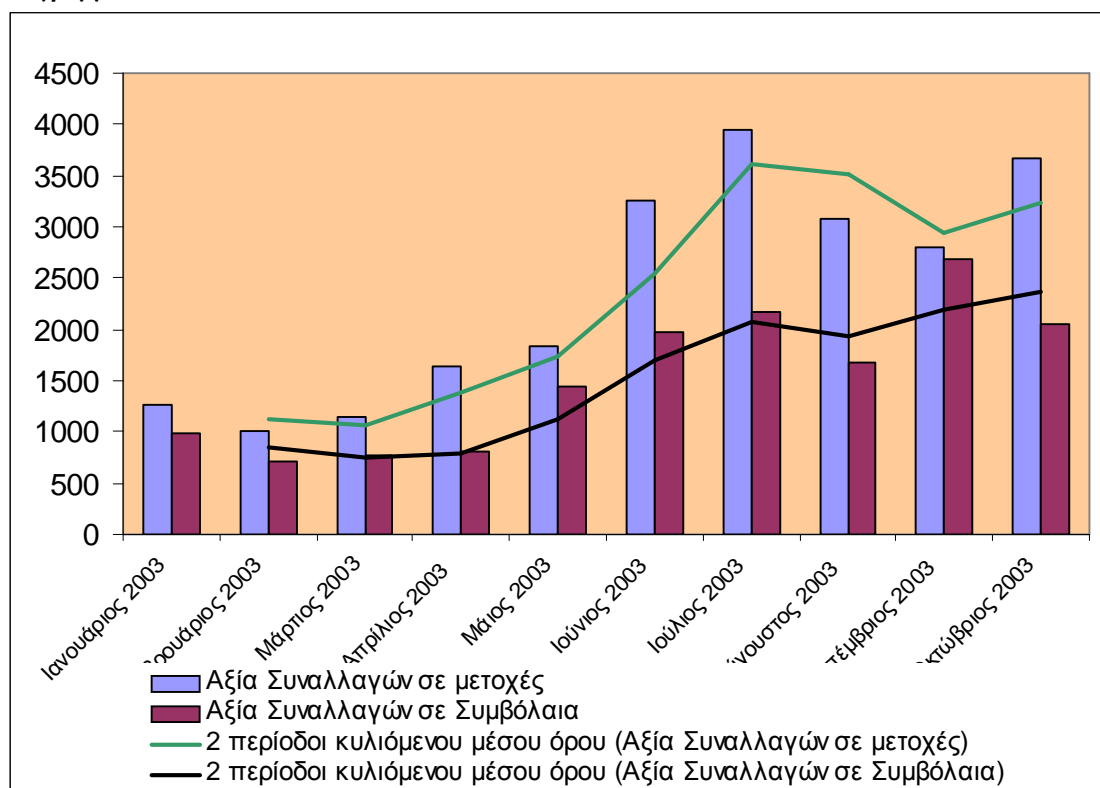
Είναι αυτονόητο ότι κάθε επενδυτής που τοποθετεί ένα μέρος των αποταμιεύσεών του σε τίτλους και χρηματοοικονομικά προϊόντα, οφείλει να παρακολουθεί τις εξελίξεις στην αγορά, ώστε να μπορεί στον κατάλληλο χρόνο να λάβει τις αποφάσεις εκείνες που θα εκπληρώσουν, στον μέγιστο δυνατό βαθμό, τις προσδοκίες του. Απόρροια τούτου είναι το γεγονός ότι σχεδόν όλοι οι επενδυτές να έχουν ορισμένες υποψίες για το αν μπορεί η προθεσμιακή αγορά να επηρεάσει την τρέχουσα, ή γενικότερα, αν μπορεί η μια αγορά να επηρεάσει την άλλη, ειδικότερα μετά τις εξελίξεις του 1999 στην Ελλάδα, αλλά και την πρόσφατη εμπειρία από μεγάλα χρηματιστήρια του εξωτερικού.

Πολλοί ισχυρίζονται ότι πρόκειται για προκαταλήψεις που έχουν ορισμένοι επενδυτές, όμως δεν μπορεί κανείς να αγνοήσει την πιθανότητα να έχει γίνει προσπάθεια

«χειραγώγησης» από ορισμένους «παίκτες». Το κατά πόσο τέτοιες προσπάθειες είναι αποτελεσματικές, όπως επίσης και η δυνατότητα πρόβλεψης της τάσης της μιας αγοράς, χρησιμοποιώντας την άλλη ως μέσο, είναι τα κύρια ερωτήματα που θα μας απασχολήσουν στο τελευταίο μέρος της εργασίας.

Χρησιμοποιήσαμε την αξία συναλλαγών σε κάθε αγορά προκειμένου να δούμε την τάση της κάθε μιας, αλλά και για να βρούμε τον βαθμό συσχέτισης μεταξύ των δύο αγορών.

Διάγραμμα 5.5



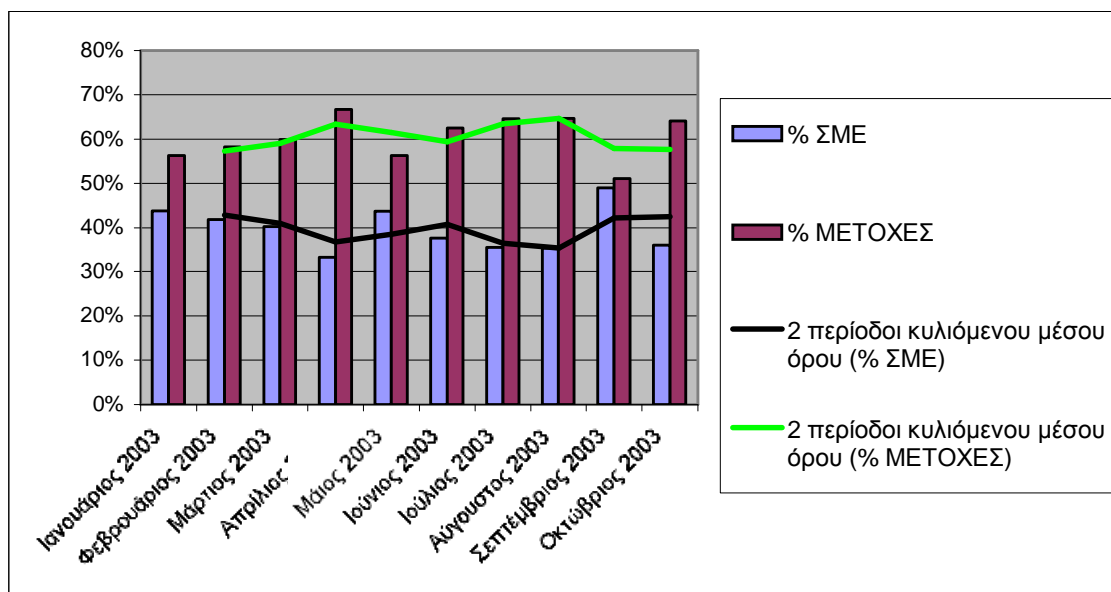
Πηγή: Χ.Α.Α – Χ.Π.Α

Στο παραπάνω διάγραμμα φαίνεται η πορεία της μηνιαίας αξίας συναλλαγών για το Χρηματιστήριο Αξιών και για τα ΣΜΕ που διαπραγματεύονται στο ΧΠΑ. Οι δύο γραμμές των κυλιόμενων μέσων όρων μας δείχνουν την τάση των δύο αγορών που για τους δέκα πρώτους μήνες του 2003 υπήρξε καθαρά αυξητική. Για το ίδιο διάστημα επίσης, οι δύο αγορές είχαν υψηλό βαθμό συσχέτισης (0,857). Αυτή η αύξηση βέβαια

στην αγορά παραγώγων ήταν λίγο πολύ αναμενόμενη, εφόσον υπήρξε ραγδαία αύξηση των κωδικών στο Χρηματιστήριο Παραγώγων.

Ήδη από μια πρώτη ματιά φαίνεται ότι οι αγορές αλληλοεπηρεάζονται όμως αυτό έπρεπε ήδη να έχει γίνει αντιληπτό αφού έχει αναφερθεί σε προηγούμενο κεφάλαιο ότι τα παράγωγα αποτελούν μέσα αντιστάθμισης κινδύνου σε περιόδους όπου κλονίζονται οι ανοδικές προσδοκίες του επενδυτικού κοινού για την υποκείμενη αγορά. Το γεγονός ότι αντίθετες προσδοκίες συνθέτουν ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο (ανοδικές στη μια αγορά – πτωτικές στην άλλη), προσπαθήσαμε να το εκφράσουμε διαγραμματικά υπολογίζοντας το ποσοστό της αξίας συναλλαγών σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και το ποσοστό της αξίας συναλλαγών σε μετοχές, ως προς το σύνολο της αξίας συναλλαγών και στις δύο αγορές:

Διάγραμμα 5.6

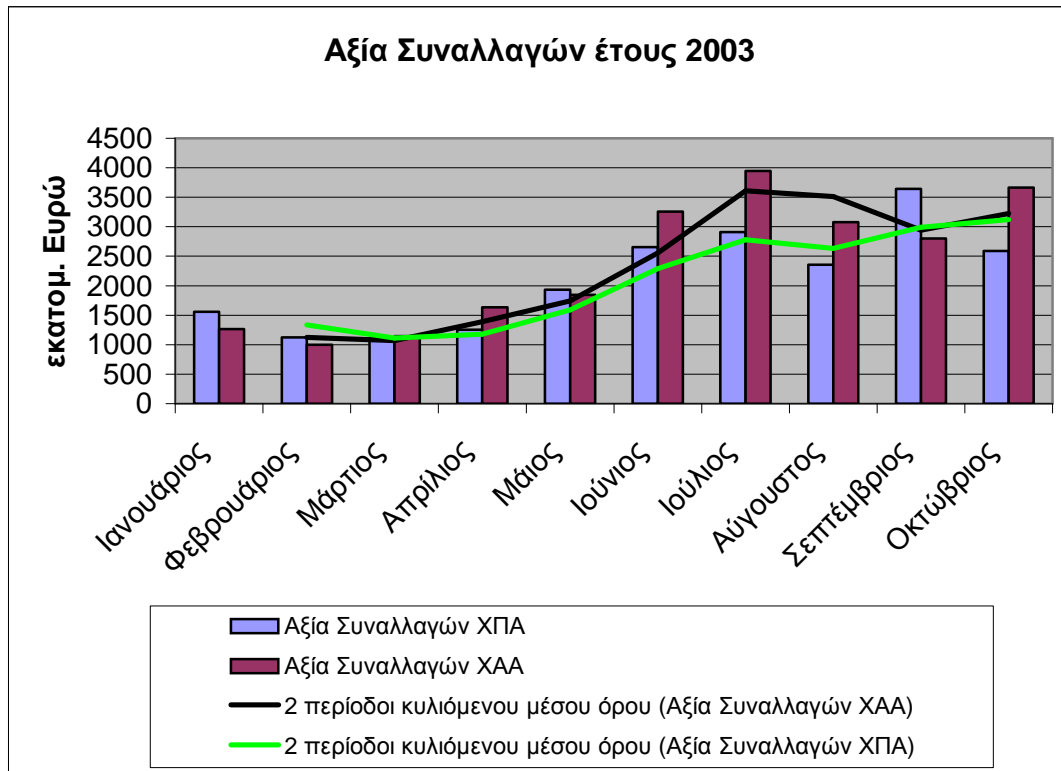


Πηγή: Χ.Α.Α – Χ.Π.Α

Παρατηρούμε ότι οι γραμμές των τάσεων των δύο αγορών είναι εντελώς συμμετρικές μεταξύ τους (η μια αποτελεί «καθρέπτη» της άλλης), ενώ είναι αυτονόητο ότι ο συντελεστής συσχέτισης για αυτήν την έκφραση των αξιών συναλλαγών είναι -1 , δηλαδή οι κινήσεις των δύο μεγεθών είναι τέλεια αρνητικά συσχετισμένες, για τους λόγους που ήδη αναφέραμε. Εδώ να σημειωθεί ότι το ίδιο αποτέλεσμα θα έχουμε για

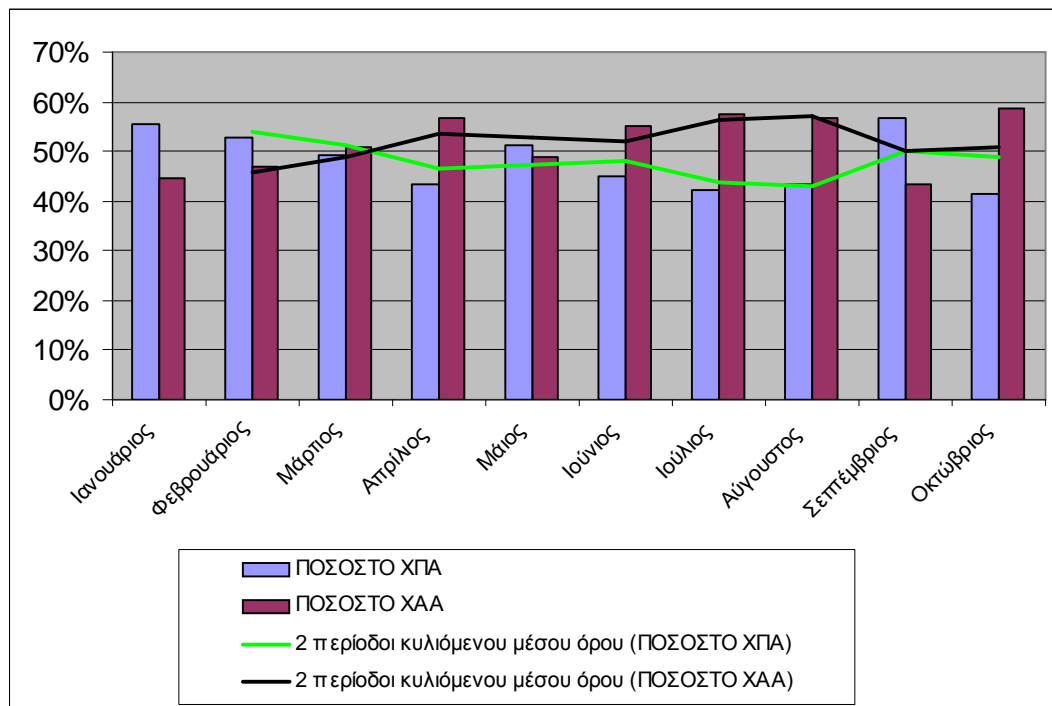
οποιοδήποτε παρόμοιο διάγραμμα κατασκευάσουμε, υπολογίζοντας όχι μόνο τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης αλλά και τα Δικαιώματα Προαίρεσης:

Διάγραμμα 5.7



Πηγή: Χ.Α.Α – Χ.Π.Α

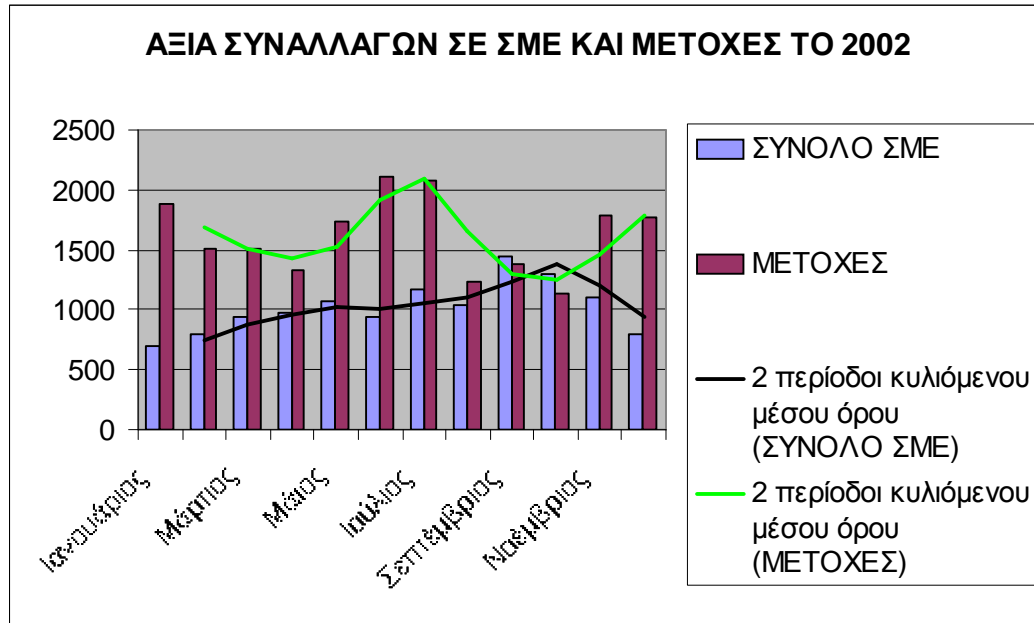
Διάγραμμα 5.8



Πηγή: Χ.Α.Α – Χ.Π.Α

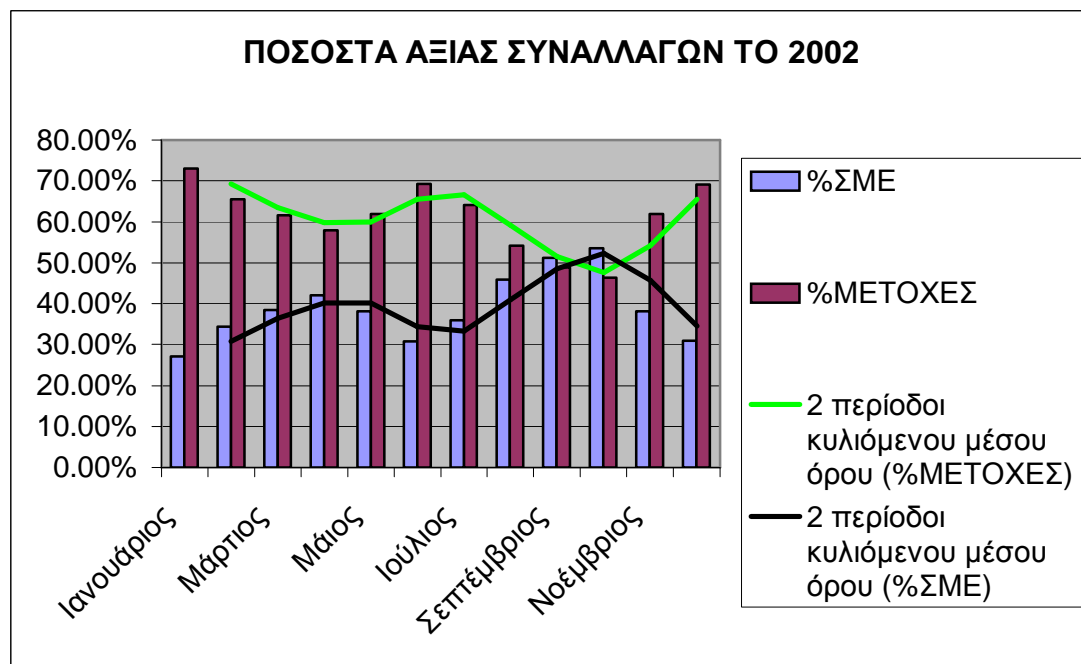
Να σημειωθεί ότι η συσχέτιση μεταξύ ΧΑΑ και ΧΠΑ για το έτος 2003 ήταν επίσης υψηλή (0,832), ενώ παρατηρούμε ότι στο διάγραμμα ποσοστών έχουμε την ίδια εικόνα. Το ίδιο ισχύει και στην σύγκριση που κάναμε μεταξύ ΧΑΑ και ΣΜΕ για το έτος 2002, όπου η συσχέτιση των δύο αγορών, όσον αφορά τις αξίες συναλλαγών ήταν αρνητική (-0,369):

Διάγραμμα 5.9



Πηγή: Χ.Α.Α – Χ.Π.Α

Διάγραμμα 5.10



Πηγή: Χ.Α.Α – Χ.Π.Α

Είδαμε λοιπόν ότι οι δύο αγορές αλληλοεπηρεάζονται, πράγμα που δεν αποτελούσε κανένα τρομερό μυστικό, αντιθέτως ήταν εύλογο. Έχουμε όμως ήδη διατυπώσει ένα

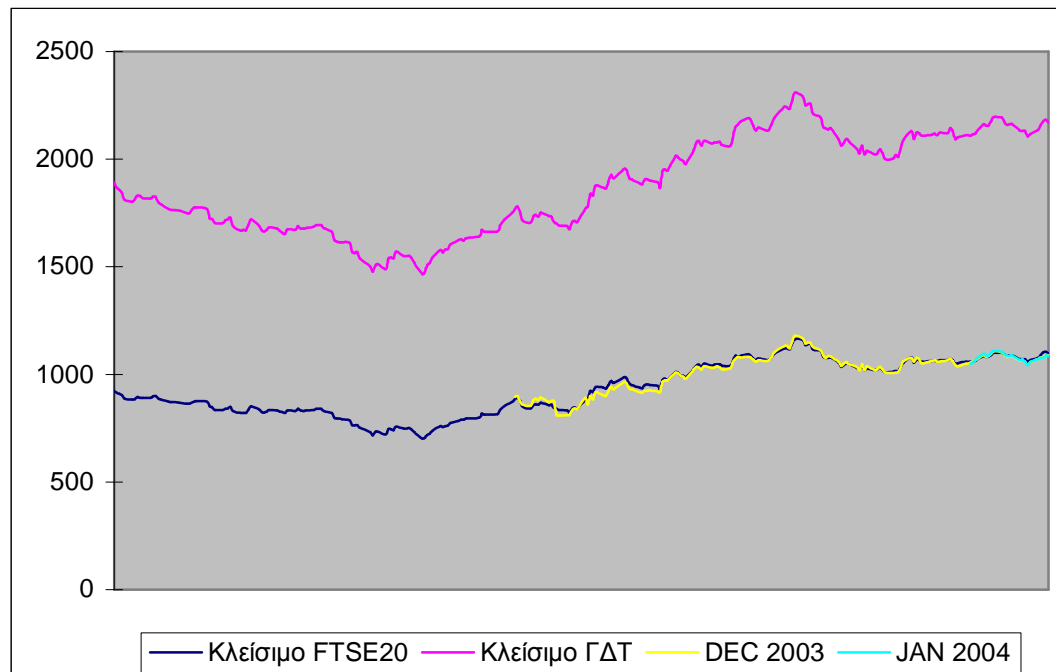
άλλο ερώτημα, πέραν της συσχέτισης, αυτό της πρόβλεψης ή της χειραγώγησης. Υπάρχει μια γενικότερη αίσθηση ότι το premium ή το discount των ΣΜΕ μπορούν να υποδείξουν στους επενδυτές ποια θέση να λάβουν στην τρέχουσα αγορά. Στα πλαίσια της εργασίας, εξετάσαμε την πορεία του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ και του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης για το διάστημα 2 Δεκεμβρίου 2002 έως 28 Νοεμβρίου 2003. Παράλληλα, ενώ παρακολουθήσαμε και την πορεία δύο σειρών ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE 20, του ΣΜΕ λήξης Δεκεμβρίου 2003 για το διάστημα 6 Μαΐου 2003 έως 28 Νοεμβρίου 2003 καθώς και του ΣΜΕ λήξης Ιανουαρίου 2004 (από 3 έως 28 Νοεμβρίου 2003). Οι τιμές κλεισίματος των δύο δεικτών αλλά και των δύο συμβολαίων φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 5.2

| Ημερ/νία | Κλείσιμο FTSE20 | Κλείσιμο Γ.Δ | ΣΜΕ λήξης Δεκεμβρίου 2003 | ΣΜΕ λήξης Ιανουαρίου 2004 |
|------------|-----------------|--------------|---------------------------|---------------------------|
| 2/12/2002 | 925,27 | 1892,78 | | |
| 6/5/2003 | 884,84 | 1768,27 | 896,14 | |
| 3/11/2003 | 1085,27 | 2163,18 | 1090,45 | 1094,59 |
| 28/11/2003 | 1098,39 | 2170,05 | 1087,22 | 1086,38 |

Πηγή: www.naftemporiki.gr

Διάγραμμα 5.11



Αυτό που όλοι προσπαθούν να προβλέψουν είναι η βραχυπρόθεσμη πορεία της αγοράς. Η παρακολούθηση των premiums και των discounts ώστε να μπορέσουν

ορισμένοι να διαμορφώσουν προσδοκίες και αναλόγως να πράξουν, δεν είναι κάτι το απαγορευμένο ή το αθέμιτο.

Στο διάγραμμα 5.11 βλέπουμε πως η τιμή των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης ακολουθεί τους δείκτες της υποκείμενης αγοράς, και μάλιστα με συσχέτιση που πλησιάζει τη μονάδα. Αν όμως ανατρέξουμε στο τρίτο κεφάλαιο και δούμε τον τύπο της θεωρητικής τιμής των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, θα διαπιστώσουμε ότι για τον υπολογισμό της, δεν χρησιμοποιούμε κανένα στοιχείο που να προεξοφλεί ή έστω να πιθανολογεί για κάποιο μελλοντικό μέγεθος. Συνεπώς, η όποια απόκλιση της τιμής του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης από τη θεωρητική του τιμή ή από το δείκτη πρέπει να εκλαμβάνεται ως προεξόφληση ανοδικής ή πτωτικής πορείας της υποκείμενης αγοράς.

Άλλωστε, κάτι τέτοιο, πέρα από προφανές είναι και λογικό. Γιατί αν υπήρχε περίπτωση πρόβλεψης, όλοι οι επενδυτές θα έτρεχαν να αγοράσουν όταν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πωλούνταν με premium (ανοδική προσδοκία) αλλά και να πάρουν θέση πώλησης όταν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πωλούνταν εκπτώτικα (πτωτική προσδοκία). Άλλωστε, μια τέτοια δυνατότητα θα «αχρήστευε» ένα από τα μεγαλύτερα πλεονεκτήματα των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης: τη δυνατότητα αντιστάθμισης κινδύνου, εφόσον όλοι θα διαισθάνονταν την πορεία του δείκτη και δεν θα υπήρχε λόγος να χρησιμοποιούν συμβόλαια.

Το γεγονός όμως ότι τελικά τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης δεν προβλέπουν τον δείκτη επιβεβαιώνεται και από έρευνα του δρος Κωνσταντίνου Πέτσα για λογαριασμό του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών, που δημοσιεύθηκε στον “Οικονομικό Ταχυδρόμο” (23 Μαρτίου 2002).

Στη συγκεκριμένη έρευνα εξετάστηκε η ημερήσια συσχέτιση premium – discount με την απόδοση του δείκτη. Αποδείχθηκε ότι όσο πιο βραχυπρόθεσμο είναι το χρονικό διάστημα για το οποίο εξετάζεται η συσχέτιση, τόσο μεγαλύτερες ήταν και οι διακυμάνσεις του αποτελέσματος, δηλαδή, ανεξάρτητα από την ημερήσια συσχέτιση premium – discount με την απόδοση του δείκτη, την επόμενη μέρα το αποτέλεσμα θα είναι εντελώς τυχαίο (συσχέτιση από 1 έως -1 με την ίδια πιθανότητα). Ακόμα και σε βάθος χρόνου το premium ή το discount των συμβολαίων δεν μπορούσε να προεξοφλήσει την τάση στο κλείσιμο του δείκτη την επόμενη ημέρα. Αυτό δείχνει ότι ο

δείκτης έχει τις ίδιες πιθανότητες να κλείσει ανοδικά ή πτωτικά την επόμενη μέρα, ανεξάρτητα από το αν τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πωλούνταν εκπωτικά ή με premium. Επίσης, όσο μεγαλύτερο ήταν το χρονικό διάστημα για το οποίο εξετάστηκε η συσχέτιση (5, 20, 40, 60 ημέρες) τόσο περισσότερο η μέση τιμή έτεινε στο μηδέν. Όπως σημειώνει και ο κ. Πέτσας στη μελέτη του «το premium που παρατηρείται κατά καιρούς στην τιμή των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης μπορεί να οφείλεται σε κλείσιμο θέσεων πώλησης σε συμβόλαια από κάποιους επενδυτές για ρευστοποίηση κερδών ή ζημιών, χωρίς αυτό απαραίτητα να σημαίνει ότι θα παρουσιαστεί άνοδος στην τιμή του υποκείμενου δείκτη. Αντίστοιχα, σε περιόδους όπου τα συμβόλαια διαπραγματεύονται σε discount, αυτό μπορεί να οφείλεται σε κλείσιμο θέσεων αγοράς συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης από μερίδια επενδυτών, χωρίς όμως να προεξοφλείται ότι ο υποκείμενος δείκτης θα ακολουθήσει πτωτική τάση στο μέλλον. Τελικά, τυχόν αποτιμήσεις των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στην αγορά, με σχετική απόκλιση από την "δίκαιη" θεωρητική τιμή, θα πρέπει να αντιμετωπίζονται ως ευκαιρίες για arbitrage και όχι ως καλοί ή κακοί οιωνοί για το μέλλον».

Απαντώντας κατά κάποιο τρόπο στο ερώτημα περί πρόβλεψης και συνεπώς στη δυνατότητα καθαρής κερδοσκοπίας μέσω του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών, αφήσαμε αναπάντητο το επιχείρημα ότι ορισμένοι «παίκτες» χειραγωγούν το Χρηματιστήριο Αξιών μέσω του ΧΠΑ προς την κατεύθυνση που αυτοί επιθυμούν.

Αρκετοί υποστηρίζουν ότι μερικοί ισχυροί παίκτες προβαίνουν σε ανοικτές πωλήσεις μετοχών ώστε να πέσει το Χρηματιστήριο και κατόπιν να αποκομίσουν κέρδη πωλώντας συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Όμως δεν πρέπει να παραβλέπουμε το υψηλό κόστος που θα είχαν αυτοί οι παίκτες προκειμένου να λάβουν τις ανάλογες θέσεις στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Ούτε οι Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Β δεν έχουν τη δυνατότητα χειραγώγησης της υποκείμενης αγοράς με ανοιχτές πωλήσεις, εφόσον υπάρχει καθημερινή ενημέρωση του επενδυτικού κοινού για τις ανοιχτές πωλήσεις που γίνονται και επιπλέον οι εντολές ανοιχτών πωλήσεων που εισάγονται στο ΟΑΣΗΣ, πρέπει να πραγματοποιούνται σε τιμή υψηλότερη από αυτήν που έγινε η τελευταία πράξη. Έτσι, προστατεύονται οι μετοχές και οι δείκτες από μαζικές ανοιχτές πωλήσεις με σκοπό την μείωση των τιμών και την αποκόμιση κέρδους με λήψη ανάλογης θέσης στην προθεσμιακή αγορά.

Βέβαια, η αγορά έχει και τα παράδοξά της. Σύμφωνα με δημοσιεύματα, οι ανοιχτές πωλήσεις φαίνεται να ωθούν ανοδικά τις τιμές των μετοχών. Συγκεκριμένα, όπως σημειώνει ο κος Μ. Γελαντάλις στην Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία (7 Δεκεμβρίου 2003, ένθετο ‘‘Οικονομία’’), από τις αρχές Απριλίου 2003 έχει αρχίσει να διαμορφώνεται μια παράδοξη τάση ανάμεσα στις ανοιχτές θέσεις και την πορεία μιας μετοχής: όσο υψηλότερος είναι ο δανεισμός τίτλων από την ΕΤΕΣΕΠ, τόσο καλύτερα δείχνει να πηγαίνει η μετοχή. Με δεδομένο ότι η τακτική των ανοικτών πωλήσεων επικεντρώνεται σε μετοχές με υψηλή στάθμιση στο δείκτη (Alpha Bank, Eurobank, Ιντρακόμ, Εθνική Τράπεζα), επηρεάζει ολόκληρη την αγορά.

Γενικότερα πάντως οι δυνατότητες χειραγώγησης είναι πολύ περιορισμένες είτε όταν η αγορά πιέζεται προς τα κάτω, είτε σε κλίμα επενδυτικής ευημερίας. Τα παράγωγα προϊόντα που το ελληνικό επενδυτικό κοινό έχει πλέον στη διάθεσή του μπορούν να ομαλοποιούν και να ορθολογικοποιούν τις τιμές στην υποκείμενη αγορά. Ο μηχανισμός της εξισορροπητικής κερδοσκοπίας είναι καθοριστικός στην εξάλειψη όποιου mispricing σημειώνεται μεταξύ spot αγοράς και παραγώγων.

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι επενδυτικά εργαλεία τα οποία όπως είπαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε για αύξηση αποδόσεων είτε για προστασία επενδύσεων. Χρησιμοποιούνται ανάλογα με τις προσδοκίες του κάθε επενδυτή και προσφέρουν σημαντικές ευκαιρίες αλλά και αυξημένους κινδύνους εφόσον και οι δύο αντισυμβαλλόμενοι είναι υποχρεωμένοι να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις που απορρέουν από το συμβόλαιο. Το ελληνικό επενδυτικό κοινό συναλλάσσεται πλέον σε μια από τις ώριμες ευρωπαϊκές αγορές αφού μετά τις μετοχές που διαπραγματεύονται στο ΧΑΑ, τα ομόλογα και τα επιτόκια, τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (μαζί και με τα Δικαιώματα Προαίρεσης) συμπληρώνουν την εκσυγχρονισμένη, τώρα πια, εικόνα της ελληνικής αγοράς χρήματος και κεφαλαίου.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αγαπητός Γεώργιος,(2002). Οικονομικό Λεξικό Σύγχρονο και Αναλυτικό. Εκδ. Ιδιωτική Έκδοση, Αθήνα

Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005).Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Εκδ. Σταμούλης, Αθήνα

Μαλινδρέτος Παύλος., Μαλινδρέτου Βασιλική,(2000). Χρηματιστήριο. Εκδ. Παπαζήσης. Αθήνα.

Andersen T.J (2006). Global Derivatives.. FT Prentice Hall.

Brealey Richard, Mayers Stewart, Allen Franklin, (2006), Corporate Finance, 8th edition, McGraw – Hill International Edition.

Hull J.C (2006). Options, Futures and other derivatives, 6th Edition, Pearson Prentice Hall.

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

<http://en.wikipedia.org> (Ελεύθερη Εγκυκλοπαίδεια)

<http://www.investopedia.com> (investopedia)

<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com> (financial dictionary)

<http://www.businessdictionary.com> (business dictionary)

<http://www.marketswiki.com> (marketswiki)

<http://www.forexpros.gr> (forexpros)

<http://www.iraj.gr> (iraj)

<http://www.pervanas.gr> (parvenas)

<http://www.futuresandoptions.gr> (futures and options)

<http://news.kathimerini.gr> (Εφημερίδα η Καθημερινή)

<http://www.tovima.gr> (Εφημερίδα Το Βήμα)

<http://www.analitis.com> (analitis)

<http://www.derivatives.gr> (derivatives)

<http://www.adex.ase.gr> (Ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών)

<http://www.naftemporiki.gr> (Εφημερίδα Ναυτεμπορική)

<http://www.enet.gr> (Εφημερίδα Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία)