

Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

ΘΕΜΑ: Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα. Η λειτουργία τους και η δομή της Ελληνικής Αγοράς. Αποδοχή και Κίνδυνος Παράγωγων Προϊόντων. Οι όροι και οι προϋποθέσεις συμμετοχής. Επενδυτικές Στρατηγικές.



**ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ: ΔΙΑΝΟΥ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑ
ΤΖΙΜΟΥΡΤΟΣ ΧΡΗΣΤΟΣ**

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΚΑΤΣΙΚΑΣ ΕΠΑΜΕΙΝΩΝΔΑΣ

ΠΑΤΡΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ 2005

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον κ. Κατσίκα Επαμεινώνδα , εισηγητή αυτής της πτυχιακής, για την σωστή καθοδήγηση μέσω των επισημάνσεων και του συντονισμένου ελέγχου καθώς και την κριτική ανάγνωση και διόρθωση αυτής. Επίσης, θα θέλαμε να απευθύνουμε ευχαριστίες στον κ. Μητρόπουλο Θωμά από την ΓΕΡΟΛΥΜΟΣ Χρηματιστηριακή για την βοήθεια που μας προσέφερε για την καλύτερη κατανόηση της λειτουργίας της Αγοράς Παραγώγων.

Λιάνου Αλεξάνδρα
Τζιμούρτος Χρήστος

Πάτρα
Ιούνιος 2005

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ		ΣΕΛ.
1.0.0	Εισαγωγή.....	1
2.0.0	Ιστορική Αναδρομή.....	3
3.0.0	1^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ)	5
3.1.0	Τι ονομάζουμε παράγωγα προϊόντα.....	5
3.2.0	Με ποια κίνητρα επενδύουν οι συμμετέχοντες στην αγορά του Χ.Π.Α.....	6
3.3.0	Ποια παράγωγα προϊόντα διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων.....	7
3.3.1	ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	7
3.3.1.1	Τι είναι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης(Σ.Μ.Ε.) σε δείκτες.....	7
3.3.1.2	Τι είναι το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10-ετές Ομόλογο του Ε.Δ.....	8
3.3.1.3	Ποια είναι η υποκείμενη αξία των Σ.Μ.Ε. του Χ.Π.Α.....	9
3.3.1.4	Τι αντιπροσωπεύουν οι χρηματιστηριακοί δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40.....	10
3.3.1.5	Πώς εκφράζεται η τιμή του συμβολαίου και πώς υπολογίζουμε την αξία του σε EURO.....	11
3.3.1.6	Ποια είναι η ημερομηνία λήξης (expiry date) ενός Σ.Μ.Ε.....	11
3.3.1.7	Ποια είναι η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	12
3.3.1.8	Πώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τα Σ.Μ.Ε. για να προστατεύσουμε τις επενδύσεις μας.....	13
3.3.1.9	Πώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τα Σ.Μ.Ε. για να αυξήσουμε τις αποδόσεις μας.....	15
3.3.1.10	Θέσεις στα Σ.Μ.Ε.....	16

3.3.1.10.1	Τι θέσεις μπορούμε να πάρουμε στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	16
3.3.1.10.2	Θέση Αγοράς Σ.Μ.Ε. - ανοδική προσδοκία για την αγορά.....	16
3.3.1.10.3	Θέση Πώλησης Σ.Μ.Ε. - καθοδική προσδοκία για την αγορά.....	17
3.3.1.11	Ανοιγμα Θέσεων.....	18
3.3.1.11.1	Ανοίγοντας μία θέση αγοράς ή πώλησης τίθεται το ερώτημα αν θα πρέπει να καταβάλουμε όλη την αξία του συμβολαίου ή όχι.....	18
3.3.1.11.2	Τι είναι το περιθώριο ασφάλισης και πώς υπολογίζεται.....	19
3.3.1.12	Κλείσιμο Θέσεων.....	20
3.3.1.12.1	Πότε και πώς μπορούμε να κλείσουμε τη θέση μας.....	20
3.3.1.12.2	Τι χάνουμε και τι κερδίζουμε καθημερινά.....	20
3.3.1.12.3	Η θέση των Σ.Μ.Ε. κατά την ημερομηνία λήξης.....	23
3.3.1.13	Χρήση των Σ.Μ.Ε. και η έννοια της αντιστάθμισης	23
3.3.1.13.1	Πώς θα προστατευτούμε από την πτώση των τιμών των μετοχών.....	23
3.3.1.13.2	Αντιστάθμιση κίνδυνου του χαρτοφυλακίου με Θέση Πώλησης στα Σ.Μ.Ε.....	24
3.3.1.13.3	Αντιστάθμιση κινδύνου του χαρτοφυλακίου με Θέση Αγοράς σε Σ.Μ.Ε.....	26
3.3.1.14	Τι είναι η εξισορροπητική αγοραπωλησίας.....	27
3.3.1.14.1	Ρόλος εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (arbitrage).....	27
3.3.1.14.2	Παράδειγμα εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (arbitrage).....	28
3.3.2	ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΣΕ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΤΥΠΟΥ.....	29
3.3.2.1	Τι είναι τα δικαιώματα Προαίρεσης.....	29
3.3.2.2	Εξωχρηματιστηριακά Δικαιώματα έναντι τυποποιημένων Δικαιωμάτων σε δείκτες.....	30
3.3.2.3	Τι σημαίνει η τυποποίηση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης.....	30

3.3.2.4	Διαχωρισμός Δικαιωμάτων.....	31
3.3.2.5	Τύποι Δικαιωμάτων.....	31
3.3.2.6	Ωφέλειες για τους επενδυτές από τη χρήση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης σε δείκτες.....	32
3.3.2.7	Ορισμοί κα ενέργειες δικαιωμάτων.....	33
3.3.2.7.1	Τι είναι το Δικαίωμα αγοράς και το Δικαίωμα πώλησης.....	33
3.3.2.7.2	Ποια είναι τα βασικά χαρακτηριστικά των Δικαιωμάτων Προαίρεσης σε δείκτες.....	34
3.3.2.7.3	Ποιες είναι οι εναλλακτικές ενέργειες των αγοραστών και των πωλητών των Δικαιωμάτων σε δείκτες.....	36
3.3.2.7.4	Δικαιώματα και υποχρεώσεις των αγοραστών και των πωλητών των Δικαιωμάτων σε δείκτες.....	37
3.3.2.7.5	Πώς γίνεται το κλείσιμο μιας θέσης στα Δικαιώματα σε δείκτες.....	39
3.3.2.7.6	Πώς γίνεται ο διακανονισμός στα Δικαιώματα επί των δεικτών.....	40
3.3.2.7.7	Τι σημαίνει η Εκπνοή για τους αγοραστές και τους πωλητές των Δικαιωμάτων.....	40
3.3.2.7.8	Πώς υπολογίζεται το περιθώριο ασφάλισης για τα Δικαιώματα Προαίρεσης.....	40
3.3.2.7.9	Ποια είναι η αξία του τμήματος (premium) του Δικαιώματος.....	41
3.3.2.7.10	Εσωτερική αξία και αξία χρόνου στα Δικαιώματα.....	42
3.3.2.7.11	Δικαιώματα in - at - out of the money.....	42
3.3.2.7.12	Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν το τίμημα (premium) του Δικαιώματος...	45
3.3.2.7.13	Το υπόδειγμα αποτίμησης Black & Scholes για τα Δικαιώματα Ευρωπαϊκού τύπου.....	47
3.3.2.8	Τα Ελληνικά Σύμβολα	48
3.3.2.8.1	Τι εκφράζουν οι Συντελεστές Ευαισθησίας (Sensitivity Factors).....	48
3.3.2.8.2	Παράδειγμα αντιστάθμισης κινδύνου με τα Δικαιώματα σε δείκτες.....	49
3.3.2.9	Συνθετικές Θέσεις.....	51

3.3.2.9.1	Πώς δημιουργούνται οι συνθετικές θέσεις.....	51
3.3.2.9.2	Arbitrage (Εξισορροπητική αγοραπωλησία).....	51
3.3.3	ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ (REPOS).....	52
3.3.3.1	Εισαγωγικές Έννοιες.....	52
3.3.3.1.1	Τι είναι οι Ανοιχτές πωλήσεις.....	52
3.3.3.1.2	Τα οφέλη και οι κίνδυνοι των ανοιχτών πωλήσεων.....	53
3.3.3.1.3	Δανεισμός Τίτλων.....	53
3.3.3.2	ΠΩΛΗΣΗ ΤΙΤΛΩΝ ΜΕ ΣΥΜΦΩΝΟ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ (STOCK REPO).....	54
3.3.3.2.1	Τι είναι η Σύμβαση πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repo).....	54
3.3.3.2.2	Διαπραγμάτευση προϊόντος.....	55
3.3.3.2.3	Έσοδα για τους επενδυτές.....	56
3.3.3.2.4	Επιστροφή μετοχών.....	56
3.3.3.2.5	Εταιρικές Πράξεις.....	56
3.3.3.2.6	Οφέλη για τους επενδυτές.....	57
3.3.3.2.7	Παράδειγμα χρήσης προϊόντος Stock Repo.....	58
3.3.3.3	ΑΓΟΡΑ ΤΙΤΛΩΝ ΜΕ ΣΥΜΦΩΝΟ ΕΠΑΝΑΠΩΛΗΣΗΣ (STOCK REVERSE REPO).....	59
3.3.3.3.1	Τι είναι η Σύμβαση αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης (Stock Reverse Repo).....	59
3.3.3.3.2	Διαπραγμάτευση προϊόντος.....	60
3.3.3.3.3	Κόστος Δανεισμού για τον επενδυτή.....	60
3.3.3.3.4	Επιστροφή μετοχών στον επενδυτή.....	60
3.3.3.3.5	Εταιρικές Πράξεις.....	61
3.3.3.3.6	Περιθώριο Ασφάλισης.....	61
3.3.3.3.7	Χρήσεις του προϊόντος.....	62
3.3.3.3.8	Παράδειγμα χρήσης προϊόντος Stock Reverse Repo.....	62
3.3.3.4	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 1^ο Κεφαλαίου: Ποιες είναι οι ωφέλειες για	64

	τους επενδυτές από τη χρήση των παράγωγων προϊόντων.....	
4.0.0	2^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ (Χ.Π.Α. – ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. – ΑΝΟΙΓΜΑ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ).....	67
4.1.0	Ομοιότητες και διαφορές μεταξύ τρέχουσας αγοράς (Χ.Α.Α.) και αγοράς παραγώγων (Χ.Π.Α.).....	67
4.2.0	Διαφορές μεταξύ εξωχρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων (OTC-Over the Counter) και Οργανωμένης Αγοράς Παραγώγων (Χ.Π.Α.).....	69
4.3.0	Πότε και γιατί δημιουργήθηκε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.).....	70
4.4.0	Κριτήρια με βάση τα οποία ξεκίνησε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.....	71
4.5.0	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ	73
4.5.1	Σκοπός και λειτουργία	73
4.5.2	Οργανωτική δομή	74
4.6.0	Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.).....	75
4.6.1	Σκοπός και λειτουργία	75
4.6.2	Ο ρόλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος.....	76
4.6.3	Οργανωτική δομή	76
4.7.0	ΜΕΛΗ Χ.Π.Α. - ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.....	77
4.7.1	Βασικές προϋποθέσεις εγγραφής Μέλους.....	77
4.7.2	Κατηγορίες Μελών.....	79
4.7.2.1	Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.....	79
4.7.2.2	Μέλη Χ.Π.Α.....	80
4.7.2.2.1	Τι ακριβώς ρόλο επιτελούν οι Ειδικοί Διαπραγματευτές Τύπου Β (Market Makers) του Χ.Π.Α.....	81
4.7.2.3	Συνοπτική διαδικασία εγγραφής Μέλους.....	83
4.8.0	ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....	83
4.8.1	Ποιες είναι οι κατηγορίες των επενδυτών που συμμετέχουν στην αγορά	83

	και ποιός ο σκοπός τους.....	
4.8.2	Αρχιτεκτονική δικτύου συναλλαγών Χ.Π.Α.....	85
4.9.0	ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΝΟΙΓΜΑΤΟΣ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ.....	87
4.10.0	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 2^ο Κεφαλαίου.....	95
5.0.0	3^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ.....	97
5.1.0	ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (LONG CALL).....	97
5.2.0	ΠΩΛΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (SHORT CALL)	98
5.3.0	ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (LONG PUT).....	100
5.4.0	ΠΩΛΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT PUT).....	101
5.5.0	ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ (CONVERSION).....	103
5.6.0	ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ (REVERSAL).....	105
5.7.0	ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΚΟΥΤΙΟΥ (LONG BOX).....	107
5.8.0	ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΚΟΥΤΙΟΥ (SHORT BOX).....	109
5.9.0	ΠΡΟΣΤΑΤΕΥΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (PROTECTIVE PUT).....	112
5.10.0	ΑΓΟΡΑ COLLAR.....	113
5.11.0	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 3^ο Κεφαλαίου.....	116
6.0.0	4^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	117
6.1.0	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	117
6.1.1	Αναλυτική παρουσίαση των δημοφιλέστερων προϊόντων επί των δεικτών.....	119
6.1.2	Εμπλουτισμός προϊόντων.....	122
6.2.0	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΒΑΣΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ.....	125
7.0.0	ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....	130
8.0.0	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	131

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

<< Λέγεται λοιπόν ότι επειδή ωνειδίζουν αυτόν (τον θαλή τον μιλήσιο) δια την πενίαν του ισχυριζόμενοι ότι είναι ανωφελής η φιλοσοφία, προμαντεύσας κατά τη διάρκειαν επί του χειμῶνος δια της αστρολογίας ότι η εσοδεία των ελαιών θα ήτο μεγάλη, επρομηθεύθη χρήματα και καταβαλὼν εἰς τους ιδιοκτῆτας των ελαιοτριβείων μικρὰ τινὰ ποσὰ ως αρραβῶνας ενοικίασε ἀντὶ μικροῦ μισθώματος, ως ουδενὸς υπερθερματίζοντας πάντα τα ἐν μιλήτῳ και χίῳ ελαιοτριβεῖα ὅτε δε ἦλθεν ο καιρὸς της τριβῆς των ελαιῶν και πολλοὶ ἐζήτησαν ταυτοχρόνως και βιαστικὰ να ενοικιάσουν ελαιοτριβεῖα, υπενοικίαζεν ο θαλῆς ἀντὶ ὅσου μισθώματος ἤθελε, και οὕτω πολλὰ χρήματα συλλέξας ἀπέδειξεν εἰς τους ονειδίζοντας ὅτι εὐκόλον εἶναι εἰς τους φιλόσοφους να πλουτήσουν εἴαν θέλουν ἀλλὰ δεν εἶναι οὗτο το ἀντικείμενο των μελετῶν αὐτῶν>>.

(Αριστοτέλης, Πολιτικά, Βιβλίο 1, κεφ. 4, παρ. 5, Μετάφραση Λεκατσά).

Η ιστορία των παραγῶγων προϊόντων (και συγκεκριμένα το πρώτο Δικαίωμα Αγοράς επί του κόστους χρήσης των ελαιοτριβείων) ξεκίνησε από τον 6ο αιώνα π.Χ. όταν σύμφωνα με τον Αριστοτέλη, ο Θαλής προέβλεψε μια γενναιόδωρη σοδειά για την ελιά τον επόμενο χρόνο. Αντί να κερδοσκοπήσει με την τιμή της ελιάς, αποφάσισε να κερδοσκοπήσει στο κόστος χρήσης των ελαιοτριβείων. Έχοντας περιορισμένο κεφάλαιο προτίμησε να καταβάλει μια προκαταβολή για να εξασφαλίσει το δικαίωμα χρήσης των ελαιοτριβείων σε κάποια καθορισμένη/κλειδωμένη τιμή. Έτσι όταν θα ερχόταν ο καιρός, είτε θα πλήρωνε το υπόλοιπο ποσό και θα έβγαινε κερδισμένος επειδή το πραγματικό κόστος θα ήταν μεγαλύτερο από αυτό που είχε ήδη προπληρώσει είτε θα έχανε την προκαταβολή του και δεν θα χρησιμοποιούσε το δικαίωμα χρήσης των ελαιοτριβείων.

Σκοπός της συγκεκριμένης πτυχιακής είναι να σας εισάγει στον κόσμο των παραγῶγων προϊόντων. Τα κεφάλαια που ακολουθούν θα σας βοηθήσουν να κατανοήσετε την οργάνωση του Χρηματιστηρίου Παραγῶγων, των συναλλαγών καθώς και του τρόπου λειτουργίας των προϊόντων του. Παράλληλα, επειδή η γνώση απαιτεί εξάσκηση, τα παραδείγματα των επενδυτικών στρατηγικών θα σας δείξουν πως μπορεί κάποιος να προσαρμόσει τις δυνατότητες που προσφέρει η αγορά

παραγώγων στις δικές του επενδυτικές ανάγκες καθώς και να κατανοήσετε την χρήση της κάθε στρατηγικής με βάση τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει ο αγοραστής.

Σε μια χρηματιστηριακή αγορά στην οποία δεν λειτουργεί οργανωμένη αγορά παραγώγων παραγώγων, όλοι εμείς έχουμε στην ουσία τη μοναδική επιλογή να κερδίσουμε από άνοδο των τιμών των μετοχών. Οι διακυμάνσεις όμως της αξίας των μετοχών και οι πιθανές υπερτιμήσεις τους μπορεί να εκθέσουν τα κεφάλαια μας σε κίνδυνο.

Έτσι, αναπόφευκτα όλοι μας κάνουμε τα ίδια ερωτήματα:

- Πως θα προφυλαχθούμε από επικείμενη διόρθωση της τιμής των μετοχών.
- Τι πρέπει να κάνουμε για να προφυλάξουμε την απόδοση της επένδυσής μας.
- Πως μπορούμε τελικά να αντισταθμίσουμε τον κίνδυνο από την πτώση της αξίας των μετοχών μας.
- Αν είναι ανάγκη να καταφύγουμε σε ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου μας.
- Πως μπορούμε να επιτύχουμε υψηλότερες αποδόσεις με μόχλευση του αρχικού κεφαλαίου μας.
- Ποιες στρατηγικές μας δίνουν περιορισμένο κίνδυνο και απεριόριστες αποδόσεις.

Ελπίζουμε μέσω της ανάλυσης που θα ακολουθήσει, τα ερωτήματά σας να απαντηθούν.

ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η ιστορία των παράγωγων προϊόντων ξεκινάει από τον 6ο αιώνα π.Χ., όπως προαναφέραμε στην εισαγωγή. Στο πέρασμα του χρόνου μια πιο ουσιαστική μορφή παραγώγων παρουσιάζεται σύμφωνα με τον Ισπανό συγγραφέα Don Jose de la Vega στο βιβλίο του με τίτλο "Η Σύγχυση της Σύγχυσης" που γράφτηκε το 1688 στο οποίο αναφέρει ότι τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο του Άμστερνταμ (Amsterdam Bourse) ήδη από τον 17ο αιώνα. Στο βιβλίο του ο De la Vega ήδη περιέγραφε ένα Συμβόλαιο Δικαιωμάτων.

17ος αιώνας

Τον 17ο αιώνα τα παράγωγα ξαναεμφανίζονται στην Ολλανδία κατά την εποχή που επικρατούσε η λεγόμενη " τρέλα 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 τον κίνδυνο τους στην περίπτωση που η συγκομιδή ήταν φτωχή.

Η τρέλα της τουλίπας όμως δε σταμάτησε στις συμφωνίες, αλλά δημιουργήθηκε μία δευτερογενής αγορά και οι κερδοσκόποι βρήκαν την ευκαιρία να κάνουν συναλλαγές βασιζόμενοι στις διακυμάνσεις των τιμών των συμβολαίων της τουλίπας. Οι τιμές των βολβών των τουλιπών ανέβηκαν στα ύψη με αποτέλεσμα το επενδυτικό κοινό να μετακινηθεί σε μία αγορά κερδοσκοπίας. Το αποτέλεσμα ήταν η Ολλανδική οικονομία να καταρρεύσει, διότι πολλά αντισυμβαλλόμενα μέρη αθέτησαν τις υποχρεώσεις τους μιας και αδυνατούσαν να εκπληρώσουν τις χρηματικές τους υποχρεώσεις. Η κυβέρνηση δε μπόρεσε να βοηθήσει στην εξομάλυνση της κατάστασης με αποτέλεσμα η οικονομία της να γνωρίσει κρίση.

Μέχρι το 19ο αιώνα τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων είχαν γίνει ένα συνηθισμένο εργαλείο που διαπραγματεύονταν στα χρηματιστήρια όλου του κόσμου. Στον 20ο αιώνα, ο συναλλαγές Δικαιωμάτων διακόπηκαν από τους πολέμους και από τη Μεγάλη Κρίση του 1929.

1973

Τον Απρίλιο του 1973 οι συναλλαγές Δικαιωμάτων αγοράς (call options) εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Παραγώγων του Σικάγο (Chicago Board Options Exchange CBOE) και αρχικά αφορούσαν 16 μετοχές. Η ανάγκη για ένα σώμα που θα εκκαθάριζε τις συναλλαγές έκανε την εμφάνιση του. Έτσι το 1973 δημιουργήθηκε το Options Clearing Corporation προκειμένου να διασφαλίζει την εκκαθάριση των συμβολαίων και να συμβάλει στην ομαλή λειτουργία της αγοράς.

Ακολούθησαν με τη σειρά πολλά ξένα Χρηματιστήρια όπως: το New York Stock Exchange, το American Stock Exchange, του Montreal, του Sydney και του Toronto.

1983

Το 1983 εμφανίστηκαν τα πρώτα παράγωγα πάνω σε δείκτες με πρώτα τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε) στο δείκτη Standard & Poor's 100 (S&P 100).

1^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

Τα παράγωγα προϊόντα αναπτύχθηκαν κυρίως μετά τις εξελίξεις της πτώσης του συστήματος σταθερών ισοτιμιών στις αρχές της δεκαετίας του '70 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 χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα αποτέλεσαν την ασπίδα προστασίας των επενδυτών που ήθελαν να προβούν σε αγοραπωλησίες και δεν τους βοηθούσε το χρηματιστηριακό κλίμα.

Τι ονομάζουμε παράγωγα προϊόντα

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι χρηματιστηριακά συμβόλαια τα οποία εξάγουν την αξία τους από το υποκείμενο προϊόν από το οποίο δημιουργούνται. Το υποκείμενο προϊόν μπορεί να είναι μετοχή, χρηματιστηριακός δείκτης, ομολογία, συναλλαγματική ισοτιμία, διάφορα προϊόντα όπως μέταλλα, ναύλα ή αγροτικά προϊόντα.

Κύριος σκοπός αυτών των προϊόντων είναι η αντιστάθμιση κίνδυνου (hedging) αλλά και η λήψη θέσεων με βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο ορίζοντα, με βάση τις προσδοκίες μας στην αγορά (speculation).

Τα παράγωγα προϊόντα που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών έχουν ως υποκείμενη αξία μετοχές, δείκτες μετοχών και ομόλογα.

Με ποια κίνητρα επενδύουν οι συμμετέχοντες στην αγορά του Χ.Π.Α

Οι διάφοροι συμμετέχοντες στην αγορά του Χ.Π.Α. βασικά λειτουργούν με ένα από τα παρακάτω κίνητρα:

Αντισταθμιστές κινδύνου (Hedgers)

Οι αντισταθμιστές κινδύνου χρησιμοποιούν τα παράγωγα προϊόντα για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των θέσεών τους στην υποκείμενη αγορά, στην οποία διατηρούν χαρτοφυλάκια μετοχών, έναντι πιθανής απώλειας αξίας από την πτώση των τιμών.

Για παράδειγμα, η θέση σε ένα χαρτοφυλάκιο σε μετοχές μπορεί να αντισταθμιστεί έναντι βραχυπρόθεσμων ή μεσοπρόθεσμων μεταβολών με την πώληση Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 ή/και στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40.

Κερδοσκόποι (Speculators)

Οι κερδοσκόποι λαμβάνουν θέσεις στα παράγωγα προϊόντα με σκοπό να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους στις προσδοκίες τους για την αγορά. Πολλές στρατηγικές, όπως το να κερδίζει κανείς σε ανοδική αγορά (bull market), όπου αναμένεται άνοδος τιμών μπορούν να επιτευχθούν με αγορά Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Οι συναλλασσόμενοι έχουν συναίσθηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν, καθώς επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες για κέρδος και έτσι δημιουργούν την αναγκαία ρευστότητα στην αγορά, που απαιτείται από αυτούς που θέλουν να κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου προκειμένου να προστατευθούν.

Εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (Arbitrageurs)

Οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι επιδιώκουν να κερδίσουν από τις διαφορές στις τιμές οι οποίες έχουν τεθεί για το ίδιο αγαθό στις δύο αγορές, την αγορά παραγώγων και την υποκείμενη αγορά. Οι διαφορές των τιμών στην τρέχουσα αγορά και στην αγορά παραγώγων πρέπει να βρίσκονται μεταξύ συγκεκριμένων ορίων. Αν οι τιμές στις δύο αγορές αποκλίνουν πολύ μεταξύ τους, τότε οι arbitrageurs παίρνουν αντίθετες θέσεις ταυτόχρονα στις 2 αγορές για να κερδίσουν από αυτή την απόκλιση. Αυτές οι τοποθετήσεις βοηθούν ώστε να επέλθει ισορροπία μεταξύ των δύο αγορών. Το καθαρό arbitrage απαιτεί γρήγορες

κινήσεις και κατά συνέπεια μπορεί μόνο να επιτευχθεί από συναλλασσόμενους, οι οποίοι έχουν άμεση πρόσβαση στο σύστημα συναλλαγών, όπως για παράδειγμα τα Μέλη του Χ.Π.Α. που κάνουν πράξεις για ίδιο λογαριασμό και με σχετικά χαμηλές προμήθειες.

Ποια παράγωγα προϊόντα διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων

Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών διαπραγματεύονται τα εξής παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα:

- **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.- Futures contracts)** στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40
- **Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.- Futures contracts)** σε 10-ετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου
- **Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)** στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40
- **Σύμβαση πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repo)** και
- **Σύμβαση αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης (Stock Reverse Repo)**

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ

Τι είναι τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης(Σ.Μ.Ε.) σε δείκτες

Καθώς ένας δείκτης μετοχών είναι ένα μέτρο της συνολικής αξίας μιας ομάδας μετοχών, παράγωγα προϊόντα πάνω σε δείκτη μετοχών χρησιμοποιούνται διεθνώς για την προστασία χαρτοφυλακίων από πτώση της αγοράς, την πρόβλεψη μελλοντικής τοποθέτησης στην αγορά και για διάφορες σύνθετες στρατηγικές πάνω σε μεταβολές τιμών ή μεταβολές στη μεταβλητότητα των τιμών.

Σύμφωνα με το ενημερωτικό δελτίο (2003) του Ομίλου Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. "τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι συμφωνίες με τις οποίες η αγορά ή πώληση ενός αγαθού είναι καθορισμένη τη στιγμή που συμφωνείται το συμβόλαιο, ενώ η

παράδοση και η πληρωμή του προγραμματίζονται για μία καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία, , την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου".

Ας υποθέσουμε ότι υπάρχει ένας αγοραστής και ένας πωλητής. Αυτοί έρχονται σε επαφή μεταξύ τους, ανώνυμα, μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών του Χ.Π.Α. Ο αγοραστής ενδιαφέρεται να αγοράσει το συμβόλαιο στο δείκτη σε μία μελλοντική ημερομηνία, την ημερομηνία λήξεως της σειράς, σε μία προκαθορισμένη τιμή που προβλέπει ότι θα βρίσκεται ο δείκτης τη στιγμή εκείνη.

Από την άλλη πλευρά ο πωλητής δέχεται να πουλήσει το συμβόλαιο στο δείκτη στη συμφωνηθείσα μελλοντική ημερομηνία και στην προκαθορισμένη τιμή. Και οι δυο τους έχουν την υποχρέωση να εκπληρώσουν τη συναλλαγή στο μέλλον εφόσον αποδέχονται τους όρους από την αρχή.

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι:

- Η υποκείμενη αξία
- Η τιμή του συμβολαίου
- Η ημερομηνία παράδοσης

Τι είναι το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10-ετές Ομόλογο του Ε.Δ.:

Παράγωγα προϊόντα σε δεκαετή ομόλογα χρησιμοποιούνται διεθνώς για προστασία από έκθεση σε μεταβολές επιτοκίων, την κερδοσκοπία από πρόβλεψη μεταβολών των επιτοκίων και άλλες στρατηγικές πάνω στη μεταβλητότητα μακροοικονομικών μεγεθών.

Το Χ.Π.Α. έχει επιλέξει προς διαπραγμάτευση Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης πάνω σε 10-ετή ομόλογα. Η υποκείμενη αξία των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο 10-ετές ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου, είναι ένα συνθετικό ομόλογο αξίας 100.000 EURO, διάρκειας δέκα ετών από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης και τοκομερίδιο 6%, εκδότης του οποίου θεωρείται το Ελληνικό Δημόσιο.

Η τιμή διαπραγμάτευσης των συμβολαίων αναφέρεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας του ομολόγου. Η τελική εκκαθάριση γίνεται τη δέκατη ημερολογιακή

ημέρα του μήνα λήξης με φυσική παράδοση ομολόγων από μία λίστα ομολόγων που έχουν χαρακτηριστεί από το Χ.Π.Α. ως παραδοτέα.

Κάθε χρονική στιγμή διαπραγματεύονται τουλάχιστον δυο συμβόλαια, ενώ ένα νέο συμβόλαιο εισάγεται προς διαπραγμάτευση έξι εβδομάδες πριν τη λήξη κάθε σειράς. Οι μήνες λήξης ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου και η διαπραγμάτευσή τους σταματά στις 12:00, πέντε ημέρες πριν από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης.

Ποια είναι η υποκείμενη αξία των Σ.Μ.Ε. του Χ.Π.Α.

Η υποκείμενη αξία, είναι ο τίτλος ή το προϊόν το οποίο ο αγοραστής του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης αναλαμβάνει να αγοράσει, και ο πωλητής του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης αναλαμβάνει να πουλήσει.

Η υποκείμενη αξία για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων είναι οι χρηματιστηριακοί δείκτες **FTSE/ASE-20** και **FTSE/ASE Mid 40** καθώς και τα 10-ετή ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου.

Αυτό σημαίνει ότι, για παράδειγμα, η κατοχή ενός Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 αναλογεί σε κατοχή του χαρτοφυλακίου μετοχών του δείκτη με την κάθε μετοχή να συμμετέχει στο χαρτοφυλάκιο αυτά με ποσοστό ίσο με το βάρος της κεφαλαιοποίησης της στο δείκτη.

Με τα προϊόντα Δανεισμού Τίτλων η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.¹ δανείζεται τις μετοχές του FTSE/ASE-20, του FTSE/ASE Mid 40 και του Γενικού Δείκτη από όλους τους επενδυτές και τις δανείζει στη συνέχεια σε άλλους επενδυτές έναντι κάποιου τόκου τον οποίο διανέμει κατόπιν στους δανειστές της.

Οι δανειζόμενοι μπορούν να χρησιμοποιούν το προϊόν για να πωλήσουν ανοιχτά μετοχές, ενώ οι δανειστές για την εξασφάλιση ενός επιπλέον εσόδου από ένα

¹ Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.): σκοπός της είναι η συμμετοχή της ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος, στις συμβάσεις επί παραγώγων που συνάπτονται στο Χ.Π.Α. και η εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται.

χαρτοφυλάκιο που δεν έχουν σκοπό να ρευστοποιήσουν. Οι δανειζόμενοι καλούνται να καταβάλουν ενέχυρο της τάξης του 120% της αξίας των μετοχών που δανείζονται.

Τι αντιπροσωπεύουν οι χρηματιστηριακοί δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40

Όπως είναι γνωστό στους περισσότερους ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. περιέχει 60 μετοχές. Υπάρχουν δύο δείκτες κεφαλαιοποίησης πάνω στους οποίους βασίζονται τα προϊόντα του Χ.Π.Α. Ο πρώτος δείκτης είναι ο **FTSE/ASE-20** ο οποίος περιέχει τις 20 υψηλότερες σε κεφαλαιοποίηση μετοχές του Χ.Α.Α., τις λεγόμενες blue chip μετοχές. Περιλαμβάνει κυρίως τράπεζες, τηλεπικοινωνίες και βιομηχανικές μετοχές, και επομένως αυτοί οι κλάδοι έχουν το μεγαλύτερο βάρος στη σύνθεση του δείκτη

Ο δεύτερος δείκτης, ο **FTSE/ASE Mid 40**, περιέχει τις επόμενες 40 μετοχές του Χ.Α.Α. με βάση την κεφαλαιοποίηση τους, τις λεγόμενες μεσαίες κεφαλαιοποίησης. Αυτές οι μετοχές αντιπροσωπεύουν πολύ περισσότερους κλάδους και εμπεριέχουν εξίσου δυναμικές και ανερχόμενες επιχειρήσεις. Τα βάρη των επιμέρους κλάδων είναι σχετικά ομοιόμορφα κατανεμημένα.

Ο δείκτης FTSE/ASE-20 δημιουργήθηκε το Σεπτέμβριο του 1997 από το Διεθνή Οργανισμό FTSE International και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.). Ο Δείκτης FTSE/ASE Mid 40 τέθηκε σε ισχύ το 1999 και μαζί με το δείκτη FTSE/ASE-20, καλύπτουν περίπου το 67% της κύριας αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Την εποπτεία της εύρυθμης λειτουργίας και την ευθύνη διαχείρισης των δεικτών έχουν η συμβουλευτική επιτροπή των δεικτών, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και η FTSE International. Επιπλέον, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών είναι επιφορτισμένο με την πραγματοποίηση των αναγκαίων μεταβολών στη σύνθεση των δεικτών και τα ποσοστά συμμετοχής των εταιριών στους δείκτες.

Οι μετοχές που απαρτίζουν τους δυο δείκτες υπόκεινται σε επανεξέταση από τη συμβουλευτική επιτροπή δύο φορές το χρόνο, τον Απρίλιο και τον Οκτώβριο,

προκειμένου, να καθορισθούν οι εταιρίες που θα αντικατοπτρίζουν με πιστότητα τις κινήσεις της αγοράς. Οι εγκεκριμένες μεταβολές στη σύνθεση των δεικτών τίθενται σε εφαρμογή μετά την ολοκλήρωση της τελευταίας ημέρας των συναλλαγών του Μαΐου και του Νοεμβρίου. Για οτιδήποτε μεταβολές στη σύνθεση των δεικτών εφαρμόζονται επακριβώς οι κανόνες διαχείρισης των δυο δεικτών.

Πώς εκφράζεται η τιμή του συμβολαίου και πώς υπολογίζουμε την αξία του σε EURO

Η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη (FTSE/ASE-20 ή FTSE/ASE Mid 40), ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του Σ.Μ.Ε. επί τον πολλαπλασιαστή του κάθε δεκτή.

- Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 ο πολλαπλασιαστής έχει 5 EURO ανά μονάδα. Για παράδειγμα, ένα συμβόλαιο που διαπραγματεύτηκε στις 2.400 μονάδες, έχει χρηματική αξία (2.400 μον. X 5 EURO= 12.000 EURO).
- Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ο πολλαπλασιαστής είναι 25 EURO ανά μονάδα. Για παράδειγμα, ένα συμβόλαιο που διαπραγματεύτηκε στις 550 μονάδες, έχει χρηματική αξία (550 μον. X 25 EURO = 13.750 EURO).

Ποια είναι η ημερομηνία λήξης (expiry date) ενός Σ.Μ.Ε.

Είναι η ημερομηνία κατά την οποία λήγει η συγκεκριμένη σειρά του Σ.Μ.Ε. Τα Σ.Μ.Ε. 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 αν αυτή δεν είναι εργάσιμη.

Κάθε στιγμή υπάρχουν προς συναλλαγή 6 σειρές Σ.Μ.Ε. με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης. Δηλαδή ο επενδυτής διαλέγοντας να αγοράσει ή να πουλήσει μια σειρά Σ.Μ.Ε. επιλέγει αυτόματα και την ημερομηνία λήξης του Σ.Μ.Ε.

Οι διαφορετικές σειρές λήξης των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης βοηθούν τους επενδυτές να επιλέξουν εκείνον το χρονικό ορίζοντα που ταιριάζει καλύτερα στις επενδυτικές τους ανάγκες. Κάθε στιγμή υπάρχουν προς διαπραγμάτευση:

- οι 3 κοντινοί μήνες καθώς και
- οι 3 επόμενοι μήνες από την τριμηνία Μαρτίου, Ιουνίου Σεπτεμβρίου, Δεκεμβρίου. Η μεγαλύτερη διάρκεια ενός Σ.Μ.Ε. είναι ένας χρόνος.

Ποια είναι η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Η τιμή του Σ.Μ.Ε. καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση (πωλητές και αγοραστές) του συμβολαίου στην αγορά του Χρηματιστηρίου Παραγώγων.

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

Η θεωρητική σχέση μεταξύ της τιμής του Σ.Μ.Ε. στο δείκτη και της τιμής του δείκτη διέπεται από την παρακάτω σχέση²:

$$F = S \times \left[1 + \frac{i - d}{100} \times T \right]$$

² Σύμφωνα με την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Όπου: F: Η θεωρητική τιμή του Σ.Μ.Ε. τη χρονική στιγμή t

S: Η τιμή του δείκτη τη χρονική στιγμή t

T: Ο χρόνος σε έτη από τη χρονική στιγμή t έως τη λήξη του συμβολαίου

I: Το δίχως κίνδυνο επιτόκιο σε ετήσια ποσοστιαία μορφή

d: Η προσδοκώμενη μερισματική απόδοση του χαρτοφυλακίου των μετοχών του δείκτη σε ετήσια ποσοστιαία μορφή

Όπως είναι φανερό και από την παραπάνω σχέση, η διαφορά μεταξύ των τιμών του Σ.Μ.Ε. και του δείκτη εξαρτάται και από το χρόνο μέχρι τη λήξη του συμβολαίου και καθώς το Σ.Μ.Ε. πλησιάζει στην ημερομηνία λήξης, η τιμή του Σ.Μ.Ε. συγκλίνει στην τιμή του δείκτη. Η διαφορά μεταξύ των δύο τιμών, του δείκτη και του Σ.Μ.Ε., ονομάζεται βάση και είναι συνήθως διάφορη του μηδενός πριν από τη λήξη του συμβολαίου. Μόνο με τον υπολογισμό της θεωρητικής τιμής του Σ.Μ.Ε. ένας επενδυτής μπορεί να δει αν η τιμή του Σ.Μ.Ε. στην αγορά είναι ορθολογική ή όχι.

Πώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τα Σ.Μ.Ε. για να προστατεύσουμε τις επενδύσεις μας

- Τα Σ.Μ.Ε. στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 προσφέρουν στους επενδυτές τη δυνατότητα να επωφεληθούν από τις τυχόν μεταβολές των τιμών των μετοχών με σημαντικά πλεονεκτήματα έναντι της στρατηγικής αγοράς και πώλησης τίτλων που προσφέρεται στο Χ.Α.Α.
- Με την επιλογή ενός Σ.Μ.Ε. σε δείκτη ο επενδυτής χρησιμοποιεί ένα μόνο προϊόν (το Σ.Μ.Ε.) και έτσι απαλλάσσεται από το δύσκολο έργο της επιλογής για πώληση συγκεκριμένων μετοχών, από το ρίσκο που μία τέτοια διεργασία συνεπάγεται και από τη δυσκολία της ταυτόχρονης εκτέλεσης μιας τέτοιας εντολής για μεγάλο αριθμό μετοχών.

Επομένως, εάν ένας επενδυτής έχει ήδη χαρτοφυλάκιο μετοχών και προσδοκά πιθανή καθοδική κίνηση των τιμών, μπορεί να μειώσει την έκθεση του στον κίνδυνο αυτό, πουλώντας Σ.Μ.Ε. στο δείκτη. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής μετακυλάει τον κίνδυνο του στον αγοραστή των Σ.Μ.Ε., που

πιθανώς έχει διαφορετική άποψη για την αγορά ή διαφορετικό επενδυτικό ορίζοντα. Η επιλογή του δείκτη για τα Σ.Μ.Ε., όπως επίσης και του αριθμού των Σ.Μ.Ε., είναι αποτέλεσμα ανάλυσης του επενδυτή και έχει να κάνει κυρίως με τις μετοχές που έχει στο χαρτοφυλάκιο του.

- Όταν ο επενδυτής πουλάει Σ.Μ.Ε. και η αγορά πέφτει, τότε χάνει μεν από το χαρτοφυλάκιο του, αλλά κερδίζει από τη συναλλαγή στο παράγωγο προϊόν και έτσι αποφεύγει τον εγκλωβισμό του στις χαμηλότερες τιμές.
- Αντίθετα με το Χ.Α.Α., όπου ένας επενδυτής δύναται προς το παρόν, μόνον να αγοράσει μετοχές και κατόπιν να τις πουλήσει, τα Σ.Μ.Ε. στους δείκτες δίνουν τη δυνατότητα ανοιχτής θέσης πώλησης, από τη φύση τους. Πρέπει να σημειώσουμε ότι δεν είναι υποχρεωτικό ο πωλητής των Σ.Μ.Ε. να έχει αγοράσει τα Σ.Μ.Ε. για να τα πουλήσει. Επειδή τα Σ.Μ.Ε. είναι στην ουσία συμβόλαια επί διαφορών τιμών, ο πωλητής ενός Σ.Μ.Ε. αποσκοπεί να αποκομίσει κέρδος αν η προσδοκία του για την πτώση των τιμών είναι *ορθή*, και επομένως αγοράζοντας πίσω το Σ.Μ.Ε. σε χαμηλότερη τιμή από την τιμή πώλησης κερδίζει τη διαφορά μεταξύ της τιμής πώλησης και αγοράς.
- Πράξεις αγοράς και πώλησης δύναται να γίνουν καθ' όλη τη διάρκεια που είναι ανοιχτή η αγορά. Η ύπαρξη Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β(ο ρόλος των οποίων θα αναλυθεί στην συνέχεια) στα Σ.Μ.Ε., που εισάγουν συνεχώς τιμές αγοράς και πώλησης στην αγορά, αυξάνει τη ρευστότητα στην αγορά των Σ.Μ.Ε. Αυτό δίνει επίσης αυξημένες δυνατότητες για κέρδη "μέσα στην ημέρα" (day trading). Μία πράξη αγοράς ή πώλησης δύναται να αντιστραφεί οποιαδήποτε στιγμή αποφασιστεί, έστω και μερικά δευτερόλεπτα μετά την εισαγωγή της στο σύστημα. Σύμφωνα με το Βούλγαρη Ε. στο βιβλίο του "Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών(Χ.Π.Α.)", (2002) "για επενδυτές που έχουν χαρτοφυλάκιο μετοχών, τα Σ.Μ.Ε. προσφέρουν δυνατότητα αντιστάθμισης με τα εξής βασικά πλεονεκτήματα:

1. Υπάρχει εγγυημένη ρευστότητα στην πώληση και αγορά των Σ.Μ.Ε.
2. Υπάρχει μια μόνο κίνηση πώλησης /αγοράς για τα Σ.Μ.Ε., ενώ αν κάποιος ρευστοποιούσε και ξαναγόραζε τις μετοχές, θα είχε σημαντικό κίνδυνο ταυτόχρονης εκτέλεσης.

3. Τα κόστη προμηθειών για τα Σ.Μ.Ε. είναι σημαντικά χαμηλότερα από τα κόστη προμηθειών για αγοραπωλησίες μετοχών.
 4. Ο πωλητής Σ.Μ.Ε. μπορεί να χρησιμοποιήσει το χαρτοφυλάκιο του ως ενέχυρο για τη θέση του στα παράγωγα.
 5. Δεν ασκείται άμεση πίεση στις μετοχές, αφού ο πωλητής των Σ.Μ.Ε. δεν χρειάζεται να ρευστοποιήσει το χαρτοφυλάκιο του.
 6. Αν ο επενδυτής έχει μετοχές που έχουν μειωμένη ρευστότητα, δεν διατρέχει κίνδυνο να ρευστοποιήσει σε χειρότερη τιμή από την τρέχουσα στην αγορά, αφού στα Σ.Μ.Ε. εντολές μέχρι 50 συμβόλαια μπορούν να απορροφηθούν χωρίς να διαταράξουν τις τιμές προσφοράς και ζήτησης."
- Η δυνατότητα που προσφέρουν τα Σ.Μ.Ε. για αντιστάθμιση του επενδυτικού κινδύνου είναι το σημαντικότερο πλεονέκτημα της αγοράς αυτής και μειώνουν την πίεση στην υποκείμενη αγορά από πιθανή ρευστοποίηση μετοχών.

Πώς μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τα Σ.Μ.Ε. για να αυξήσουμε τις αποδόσεις μας

Επενδυτές που επιθυμούν να αυξήσουν την έκθεση τους στην αγορά, είτε έχουν μετοχές είτε όχι, μπορεί να είναι αγοραστές των Σ.Μ.Ε. Με αυτόν τον τρόπο 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 επαληθευθεί.

Οι αγοραστές Σ.Μ.Ε. έχουν τα εξής πλεονεκτήματα, έναντι των αγοραστών μετοχών:

1. Απαιτείται μικρό αρχικό κεφάλαιο για την αγορά των Σ.Μ.Ε., αφού 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 τους.

2. Τα κόστη προμηθειών είναι σημαντικά χαμηλότερα από αυτά που απαιτούνται για αγορά μετοχών.
3. Με μια κίνηση, αποκτούν θέση σε όλες τις μετοχές του δείκτη, έχοντας έτσι χαμηλότερο ειδικό κίνδυνο και συμμετέχοντας σε πιθανή άνοδο της αγοράς.
4. Υπάρχει ρευστότητα στην αγορά των Σ.Μ.Ε., που πιθανώς να μην υπάρχει σε συγκεκριμένες μετοχές για τις οποίες μπορεί ο επενδυτής να ενδιαφέρεται.

ΘΕΣΕΙΣ ΣΤΑ ΣΜΕ

Τι θέσεις μπορούμε να πάρουμε στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Όταν ο επενδυτής αγοράζει ή πωλεί ένα παράγωγο συμβόλαιο λαμβάνει (ανοίγει) μία θέση. Γενικά στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης δύο είναι οι θέσεις που μπορεί να πάρει ένας επενδυτής: **Θέση Αγοράς και Θέση Πώλησης.**

Ένας επενδυτής με θέση αγοράς στο Σ. Μ. Ε. (που έχει δηλαδή αγοράσει το συμβόλαιο έχοντας ανοδικές προσδοκίες), κερδίζει από άνοδο της τιμής του Σ.Μ.Ε.

Ένας επενδυτής με θέση πώλησης στο Σ.Μ.Ε. (που έχει δηλαδή πουλήσει το συμβόλαιο, έχοντας πτωτικές προσδοκίες), κερδίζει από μία πτώση της τιμής του Σ.Μ.Ε.

Πάντα για κάθε αγοραστή ενός Σ.Μ.Ε., υπάρχει ο πωλητής του συμβολαίου. Επομένως, στην αγορά των Σ.Μ.Ε. ο αριθμός των αγοραστών ισούται πάντα με τον αριθμό των πωλητών.

Θέση Αγοράς Σ.Μ.Ε. - ανοδική προσδοκία για την αγορά

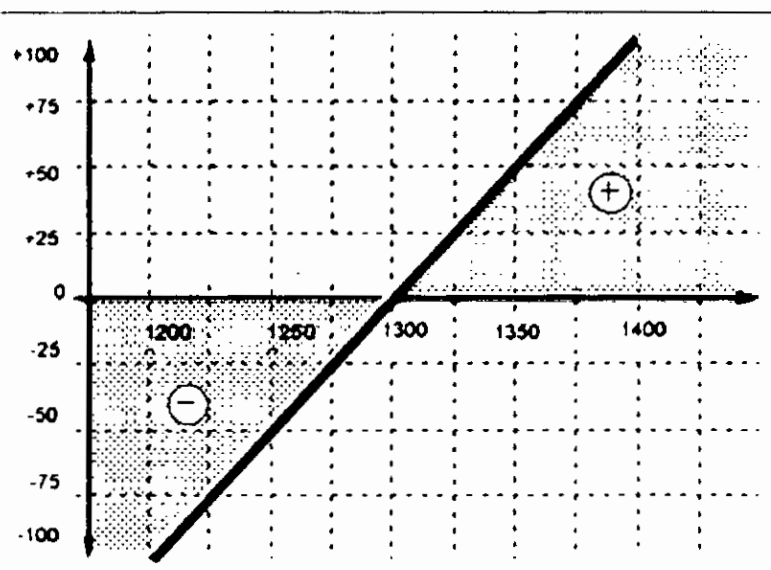
Θέση αγοράς παίρνει ο επενδυτής που αναμένει ότι οι τιμές των μετοχών θα αυξηθούν στο επόμενο χρονικό διάστημα (βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο ή και μακροπρόθεσμο).

Ας υποθέσουμε ότι αγοράζει ένα Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20, στη σημερινή τιμή του συμβολαίου στις 1.300 μονάδες.

Στην περίπτωση που η τιμή του Σ.Μ.Ε. αυξηθεί (δηλαδή οι προσδοκίες του επαληθευθούν) π.χ. φθάσει τις 1.340 μονάδες ο επενδυτής θα έχει κέρδος 40 μονάδες $(1.340-1.300)$ ή $(40 \text{ μον.} \times 5 \text{ EURO}) = 200 \text{ EURO}$.

Στην αντίθετη περίπτωση, αν οι προσδοκίες του επενδυτή δεν επαληθευθούν και ο δείκτης μειωθεί στο μεσοδιάστημα, θα χάσει τη διαφορά από την αρχική τιμή αγοράς έως την τιμή πώλησης, δηλαδή, αν ο δείκτης φτάσει στις 1.270 μονάδες θα έχει ζημιά $(1.300 - 1.270) = 30 \text{ μονάδες}$ ή $(30 \text{ μον.} \times 5 \text{ EURO}) = 150 \text{ EURO}$.

Σχήμα 1.1 Θέση Αγοράς



Στον άξονα των x παρουσιάζονται οι τιμές του δείκτη FTSE/ASE-20 και στον άξονα των y ο αριθμός των μονάδων όπου σημειώνεται κέρδος ή ζημιά.

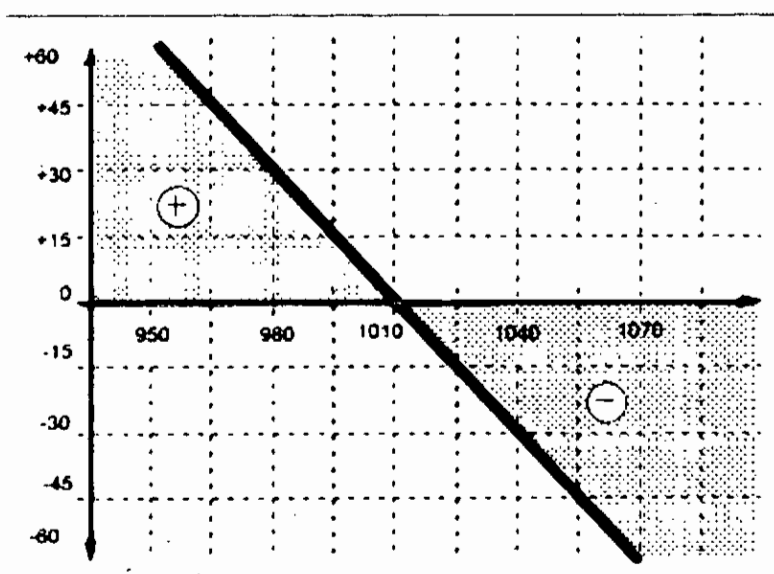
Θέση Πώλησης Σ.Μ.Ε. - καθοδική προσδοκία για την αγορά

Θέση πώλησης παίρνει ο επενδυτής που προσδοκά ότι η αγορά θα κινηθεί πτωτικά. Με βάση αυτή την προσδοκία, πουλάει ένα Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 στην τιμή των 1.010 μονάδων

Στην περίπτωση που η τιμή του Σ.Μ.Ε. στο δείκτη μειωθεί στις 980 μονάδες (δηλαδή οι προσδοκίες του επιβεβαιώνονται), ο επενδυτής κερδίζει τη διαφορά, δηλαδή τις 30 μονάδες (1.010-980) ή (30 μον. X 25 EURO) = 750 EURO. Αυτό το ποσό πρέπει να πληρωθεί από τον αγοραστή του συμβολαίου στην τιμή των 1.010 μονάδων.

Στην αντίθετη περίπτωση, αν οι προσδοκίες του επενδυτή δεν επιβεβαιωθούν, δηλαδή ο δείκτης στο μεσοδιάστημα ανεβεί, για παράδειγμα στις 1.050 μονάδες, ο επενδυτής θα χάσει τη διαφορά, δηλαδή θα έχει ζημιά 40 μονάδες (1.050 -1.010) ή (40 μον. X 25 EURO) =1000 EURO.

Σχήμα 1.2 Θέση Πώλησης



Στον άξονα των x παρουσιάζονται οι τιμές του δείκτη FTSE/ASE-20 και στον άξονα των y ο αριθμός των μονάδων όπου σημειώνεται κέρδος ή ζημιά.

ΑΝΟΙΓΜΑ ΘΕΣΕΩΝ

Ανοίγοντας μία θέση αγοράς ή πώλησης τίθεται το ερώτημα αν θα πρέπει να καταβάλουμε όλη την αξία του συμβολαίου ή όχι

Ας πάρουμε για παράδειγμα έναν επενδυτή ο οποίος εκτιμά ότι ο δείκτης FTSE/ASE-20 θα κληθεί ανοδικά το Μάιο. Βάσει αυτής της πρόβλεψης επιθυμεί να

αγοράσει 5 συμβόλαια Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 με λήξη το Μάιο που σήμερα διαπραγματεύονται στην τιμή των 2.800 μονάδων.

Η αξία αναφοράς (nominal value) για μία τέτοια αγορά θα ανερχόταν στο ποσό των 70.000 EURO = $(5 \times 2.800 \times 5 \text{ EURO})$ που αντιστοιχεί στην αξία των μετοχών του δείκτη, αν ο επενδυτής αγόραζε το αντίστοιχο χαρτοφυλάκιο μετοχών, αντί του Σ.Μ.Ε.

Όμως με την αγορά των 5 συμβολαίων Σ.Μ.Ε. ο επενδυτής θα χρειαστεί να καταβάλει μόνο το περιθώριο ασφάλισης που σε αυτήν την περίπτωση ανέρχεται στο ποσό των 8.400 EURO = $[(5 \times 2.800 \times 5 \text{ EURO}) \times 12\%]$. Το περιθώριο ασφάλισης μπορεί να καταβληθεί και σε μορφή ενεχύρου (μετοχών) και συνεπώς το αρχικό κεφάλαιο επένδυσης μπορεί να είναι ακόμα μικρότερο. Γι' αυτόν ακριβώς το λόγο υπάρχει αυτό που ονομάζουμε μόχλευση για τα Σ.Μ.Ε. Οι αποδόσεις δηλαδή μπορεί να είναι πολλαπλάσιες του αρχικού κεφαλαίου, τόσο για κέρδη όσο και για ζημίες.

Βλέπουμε επομένως ότι στα Σ.Μ.Ε. ο επενδυτής δεν χρειάζεται να καταβάλει το πλήρες ποσό της αξίας αναφοράς, αλλά μόνο ένα ποσοστό για την καλή εκπλήρωση τυχόν ζημίας.

Τι είναι το περιθώριο ασφάλισης και πώς υπολογίζεται

Το περιθώριο ασφάλισης που υπολογίζεται και παρέχεται σε επίπεδο τελικού επενδυτή είναι το ελάχιστο ποσό που ζητάει η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως ασφάλιση σε περίπτωση που ο πελάτης δεν μπορέσει να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις του που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό, από θέσεις σε παράγωγα προϊόντα.

Το περιθώριο ασφάλισης υπολογίζεται σε ημερήσια βάση με τη βοήθεια του μοντέλου R.I.V.A. (Risk Valuation). Πρόκειται για έναν υπολογισμό που βασίζεται στις ανοικτές θέσεις των πελατών, την ιστορική διακύμανση των τιμών και τις καθημερινές τιμές εκκαθάρισης των προϊόντων.

Για τα Σ.Μ.Ε. στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40, το περιθώριο ασφάλισης έχει οριστεί στο 12%. Το περιθώριο ασφάλισης κατατίθεται

στον ειδικό χρηματικό λογαριασμό κατάθεσης του περιθωρίου ασφάλισης του πελάτη και δεσμεύεται υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Οι χρηματικοί λογαριασμοί περιθωρίου ασφάλισης δημιουργούνται στις Τράπεζες Περιθωρίου Ασφάλισης (Margin Banks) και αποτελούν τοκοφόρους λογαριασμούς στο όνομα του επενδυτή στους οποίους υπάρχει εξουσιοδότηση χρεοπίστωσης από το Εκκαθαριστικό Μέλος και όπου το καθημερινά απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., δεσμεύεται υπέρ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

ΚΛΕΙΣΙΜΟ ΘΕΣΕΩΝ

Πότε και πώς μπορούμε να κλείσουμε τη θέση μας

Το κλείσιμο μίας θέσης αγοράς ή πώλησης Σ. Μ. Ε. πραγματοποιείται όταν ο επενδυτής παίρνει μία αντίθετη θέση από αυτή που έχει ήδη ανοίξει. Δηλαδή κάθε αγοραστής ή πωλητής ενός αριθμού Σ.Μ.Ε. μιας δεδομένης σειράς μπορεί να κλείσει τη θέση του πουλώντας ή αντίστοιχα αγοράζοντας τον ίδιο αριθμό Σ. Μ. Ε. της ίδιας σειράς.

Επομένως, θέσεις αγοράς ή πώλησης στα Σ. Μ. Ε. μπορούν να διατηρηθούν μέχρι τη λήξη του συμβολαίου ή να κλειστούν οποιαδήποτε στιγμή με μία αντίθετη συναλλαγή ίσου αριθμού συμβολαίων.

Ανάλογα με το χρονικό ορίζοντα του επενδυτή η διάρκεια της θέσης του στην αγορά μπορεί να είναι από βραχυχρόνια (ενδοημερήσια) έως και ένα χρόνο (για λήψη θέσης στο Σ. Μ. Ε. με την πιο μακρινή ημερομηνία λήξης).

Τι χάνουμε και τι κερδίζουμε καθημερινά

Η σημαντικότερη διαφορά των Σ.Μ.Ε. από τις μετοχές αποτελεί η καθημερινή χρέωση και πίστωση των κερδών και των ζημιών. Αυτό συμβαίνει, γιατί καθώς οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται συνεχώς και η τιμή του δείκτη επαναπροσδιορίζεται λεπτό προς λεπτό κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης και

συνεπώς και η τιμή διαπραγμάτευσης του συμβολαίου μεταβάλλεται και αυτή σε συνεχή βάση.

Αναπόφευκτα λοιπόν, πρέπει να υπάρχει ένας μηχανισμός με τον οποίο τα καθημερινά κέρδη ή οι ζημίες να χρεώνονται και να πιστώνονται αντίστοιχα στους λογαριασμούς των επενδυτών, εφόσον μάλιστα δεν προκαταβάλλεται η αξία του συμβολαίου.

Ο καθημερινός χρηματικός διακανονισμός είναι ουσιαστική ενέργεια για τους επενδυτές γιατί γνωρίζοντας καθημερινά τα κέρδη ή τις ζημίες τους, μπορούν άμεσα να επαναπροσδιορίσουν τη θέση που έχουν πάρει στα Σ.Μ.Ε. ανάλογα με το αν επιθυμούν να κλειδώσουν στα κέρδη τους ή να αποφύγουν περαιτέρω ζημίες. Τα κέρδη ή οι ζημίες υπολογίζονται με τη βοήθεια της ημερήσιας τιμής εκκαθάρισης της κάθε σειράς Σ.Μ.Ε., της επίσημης δηλαδή τιμής που υπολογίζει και δημοσιεύει το Χ.Π.Α.

Για καλύτερη κατανόηση παραθέτουμε ένα παράδειγμα ημερήσιου διακανονισμού.

Ημέρα 1η

Έστω ότι ο επενδυτής Α αγοράζει 1 Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20 στην τιμή των 2.500 μονάδων δείκτη από τον πωλητή Β.

Έστω ότι στο τέλος της 1ης ημέρας έχουμε:

- Τιμή εκκαθάρισης του Σ.Μ.Ε. στο Χ.Π.Α. - 2.560 μονάδες δείκτη
- Τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χ.Α.Α. - 2.550 μονάδες

Επομένως, οι υποχρεώσεις για τον ημερήσιο διακανονισμό στο τέλος της ημέρας είναι οι ακόλουθες:

Για τον Α $(2.560 - 2.500) \times 5 \text{ EURO} \times 1 = 300 \text{ EURO}$ (κέρδος)

Για τον Β $(2.500 - 2.560) \times 5 \text{ EURO} \times 1 = 300 \text{ EURO}$ (ζημία)

Η μέρα 2η

Οι επενδυτές δεν έχουν κάνει καμία πράξη και διατηρούν τη θέση τους από την προηγούμενη. Έστω ότι στο τέλος της 2ης ημέρας έχουμε:

- Τιμή εκκαθάρισης του Σ.Μ.Ε. στο Χ.Π.Α. - 2.550 μονάδες δείκτη
- Τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χ.Α.Α. - 2.540 μονάδες

Για τον **A** $(2.550 - 2.560) \times 5 \text{ EURO} = -50 \text{ EURO}$ (ζημία)

Για τον **B** $(2.560 - 2.550) \times 5 \text{ EURO} = 50 \text{ EURO}$ (κέρδος)

Η μέρα 3η

Ο επενδυτής **A** επιθυμεί να κλείσει τη θέση του πουλώντας 1 Σ.Μ.Ε. Η πώληση επιτυγχάνεται στην τιμή των 2.570 μονάδων δείκτη (αγοραστής του συμβολαίου είναι ένας άλλος επενδυτής **Γ**).

Έστω ότι στο τέλος της 3ης ημέρας έχουμε:

- Τιμή εκκαθάρισης του Σ.Μ.Ε. στο Χ.Π.Α. - 2.590 μονάδες δείκτη
- Τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 στο Χ.Α.Α. - 2.565 μονάδες

Για τον **A** $(2.570 - 2.550) \times 5 \text{ EURO} = 100 \text{ EURO}$

Για τον **B** $(2.550 - 2.590) \times 5 \text{ EURO} = -200 \text{ EURO}$

Για τον **Γ** $(2.590 - 2.570) \times 5 \text{ EURO} = 100 \text{ EURO}$

Ο επενδυτής **B** πρέπει να καταβάλει 200 EURO που θα εισπράξουν ο **A** (100 EURO) και ο **Γ** (100 EURO). Το συνολικό αποτέλεσμα για τον **A** από την επένδυση του ισοδυναμεί με το άθροισμα των ποσών του ημερησίου διακανονισμού κατά τις ημέρες που είχε ανοιχτή θέση δηλ. $300 - 50 + 100 = 350 \text{ EURO}$.

Τα ποσά αυτά καταβάλλονται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. στο Μέλος Εκκαθάρισης για λογαριασμό του επενδυτή ή πληρώνονται από το Μέλος Εκκαθάρισης εκ μέρους του επενδυτή.

Η θέση των Σ.Μ.Ε. κατά την ημερομηνία λήξης

Οι θέσεις στα Σ.Μ.Ε. σε δείκτες που παραμένουν ανοιχτές κατά τη λήξη του συμβολαίου υπόκεινται στη διαδικασία της τελικής εκκαθάρισης η οποία γίνεται με χρηματικό διακανονισμό.

Κατά την τελική εκκαθάριση γίνεται μία τελική χρεοπίστωση των λογαριασμών των επενδυτών αποτιμώντας τις ανοιχτές τους θέσεις με βάση την τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 ή FTSE/ASE Mid 40 την ημέρα λήξης του συμβολαίου.

Αν για παράδειγμα η θέση πώλησης 5 Σ.Μ.Ε. ενός επενδυτή, η οποία έχει αποτιμηθεί στις 2.190 μονάδες την προηγούμενη της λήξης του συμβολαίου, παραμένει ανοιχτή μέχρι το κλείσιμο της αγοράς και ο δείκτης κλείσει στις 2.187 μονάδες, τότε ο λογαριασμός του επενδυτή πιστώνεται με 75 EURO $(-3 \times 5 \times 5 \text{ EURO})$ και η θέση του κλείνει χωρίς καμία άλλη υποχρέωση.

ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ Σ.Μ.Ε. ΚΑΙ Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ

Πώς θα προστατευτούμε από την πτώση των τιμών των μετοχών

Η κατοχή μετοχών σε χαρτοφυλάκιο, όπως ήδη γνωρίζετε, εμπεριέχει τον κίνδυνο της σημαντικής ή και μερικές φορές της συνολικής απώλειας των κεφαλαίων που επενδύθηκαν.

Όμως με τη χρήση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και των Δικαιωμάτων Προαίρεσης δίνεται η δυνατότητα σε όλους τους επενδυτές να μειώσουν, να περιορίσουν ή ακόμη και να εξαλείψουν τον κίνδυνο ζημίας από πιθανή πτώση των τιμών.

Ο Μητσιόπουλος Ι. (2001) στο βιβλίο του *"Χρηματοπιστηριακές Κρίσεις και Επενδυτικά Εργαλεία"* τονίζει ότι *"η αντιστάθμιση κίνδυνου (hedging) περιλαμβάνει τεχνικές προστασίας από τους κινδύνους των ήδη ανοιχτών θέσεων στις τρέχουσες αγορές μέσω πώλησης Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης."*

Κύριο εργαλείο για τον προσδιορισμό του ακριβούς αριθμού Σ.Μ.Ε. που θα πρέπει να πουλήσει ένας επενδυτής για την αντιστάθμιση του χαρτοφυλακίου του είναι ο συντελεστής Βήτα του χαρτοφυλακίου του.

Ο συντελεστής βήτα μιας μετοχής συσχετίζει την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής με την αναμενόμενη απόδοση ολόκληρης της αγοράς ή ενός δείκτη για το ίδιο χρονικό διάστημα.

Ο συντελεστής βήτα ενός χαρτοφυλακίου μετοχών είναι ο σταθμικός μέσος όρος των συντελεστών βήτα των μετοχών με βάση τις αξίες των μετοχών στο χαρτοφυλάκιο και συσχετίζει την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου με αυτή του δείκτη."

Επειδή οι αποδόσεις των Σ.Μ.Ε. στο δείκτη ακολουθούν τις αποδόσεις του δείκτη, είναι προφανές ότι η ακριβής αντιστάθμιση ενός χαρτοφυλακίου με Σ.Μ.Ε. στο δείκτη θα πρέπει να προσδιοριστεί με βάση το βήτα του χαρτοφυλακίου. Οι τιμές των συντελεστών βήτα των μετοχών προσδιορίζονται με στατιστικές μεθόδους και εκδίδονται σε τακτά χρονικά διαστήματα από ορισμένους φορείς.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι οι τιμές των βήτα μεταβάλλονται με το χρόνο και επομένως αρκετοί επενδυτές δεν τις λαμβάνουν υπόψη τους, αφού στην πραγματικότητα ενδιαφέρονται για το μελλοντικό βήτα της μετοχής ή του χαρτοφυλακίου έναντι της αγοράς.

Αντιστάθμιση κίνδυνου του χαρτοφυλακίου με Θέση Πώλησης στα Σ.Μ.Ε.

Έστω ότι ένας επενδυτής θέλει να προστατεύσει το χαρτοφυλάκιο του από μία ενδεχόμενη πτώση της αγοράς το επόμενο δίμηνο. Όμως το να πουλήσει το χαρτοφυλάκιο του και να το επαναγοράσει αργότερα όταν η αγορά έχει διορθώσει, είναι αρκετά δαπανηρό. Υπάρχει επίσης περίπτωση οι μετοχές του χαρτοφυλακίου του να είναι αμυντικές και να μην παρουσιάσουν την πτώση των υπολοίπων μετοχών του δείκτη.

Πριν την ύπαρξη των Σ.Μ.Ε. ο επενδυτής είχε δύο επιλογές: ή να πουλήσει το χαρτοφυλάκιο του και να το επαναγοράσει αργότερα (έχοντας φυσικά υποστεί και το κόστος των προμηθειών) ή να διατηρήσει τη θέση του φοβούμενος τις πιθανές συνέπειες.

Με τη χρήση όμως των Σ.Μ.Ε. ο επενδυτής μπορεί να πουλήσει Σ.Μ.Ε. και να αντισταθμίσει τις πιθανές απώλειες από το χαρτοφυλάκιο του κερδίζοντας από την πτώση της τιμής των Σ.Μ.Ε.

Παράδειγμα

Ο συντελεστής βήτα του χαρτοφυλακίου του είναι 1,25 ενώ η αξία του χαρτοφυλακίου είναι 100.000 EURO. Το τρέχον επίπεδο του δείκτη FTSE/ASE-20 είναι οι 2.500 μονάδες.

Χρησιμοποιώντας τη σχέση³:

$$N = \frac{P}{I \times M} \times \beta$$

Όπου P: είναι η ονομαστική αξία του χαρτοφυλακίου σε EURO

I: τιμή του δείκτη σε μονάδες

M: πολλαπλασιαστής (5 EURO για το Σ.Μ.Ε. στο δείκτη FTSE/ASE-20)

β: συντελεστής βήτα του χαρτοφυλακίου

Μπορούμε να προσδιορίσουμε τον αριθμό των συμβολαίων που πρέπει να πουλήσει σήμερα ο επενδυτής με λήξη μεγαλύτερη από δύο μήνες (θα επιλέξει επομένως το Σ.Μ.Ε. με την κατάλληλη ημερομηνία λήξης).

$$N = \frac{100.000}{2.500 \times 5} \times 1,25 = 10$$

³ Σύμφωνα με την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Άρα ο επενδυτής του παραδείγματος μας πρέπει να πουλήσει 10 Σ.Μ.Ε. προκειμένου να έχει μια πλήρη αντιστάθμιση για το χαρτοφυλάκιο του. Μελλοντικά και πριν το πέρασμα των δύο μηνών αν ο επενδυτής νομίζει ότι η αγορά θ' ανέβει μπορεί να κλείσει τη θέση πώλησης στο Σ.Μ.Ε.

Αντιστάθμιση κινδύνου του χαρτοφυλακίου με Θέση Αγοράς σε Σ.Μ.Ε.

Έστω ότι ένας επενδυτής ξέρει ότι θα λάβει μετά από 3 μήνες ένα σημαντικό χρηματικό ποσό, το οποίο επιθυμεί να το επενδύσει σε μετοχές. Ωστόσο μετά από συνεννόηση με τον χρηματιστή του θα προτιμούσε να τοποθετήσει το ποσό αυτό στα τωρινά επίπεδα των τιμών για να συμμετέχει στην αγορά.

Πριν την ύπαρξη των Σ.Μ.Ε. ο επενδυτής δεν είχε καμία εναλλακτική επιλογή από το να περιμένει να περάσουν οι 3 μήνες για να έχει στα χέρια του το κεφάλαιο. Με τη χρήση όμως των Σ.Μ.Ε. ο επενδυτής μπορεί ν' αγοράσει προθεσμιακά ένα χαρτοφυλάκιο αντίστοιχου ρίσκου καταβάλλοντας μόνο ένα μικρό μέρος του συνολικού χαρτοφυλακίου.

Σύμφωνα λοιπόν με την ανάλυση του επενδυτικού προφίλ του επενδυτή ο συντελεστής βήτα του μελλοντικού χαρτοφυλακίου είναι 0,8 ενώ η αξία του είναι 78.000 EURO. Το τρέχον επίπεδο του δεκτή FTSE/ASE-20 είναι οι 2.500 μονάδες. Χρησιμοποιώντας τη παραπάνω σχέση:

$$N = \frac{P}{I \times M} \times \beta$$

μπορούμε να προσδιορίσουμε τον αριθμό των συμβολαίων που πρέπει να αγοράσει σήμερα με λήξη μετά από τρεις μήνες.

$$N = \frac{78.000}{2500 \times 5} \times 0.8 = 5$$

Άρα ο επενδυτής του παραδείγματος μας πρέπει να αγοράσει 5 Σ.Μ.Ε. προκειμένου να έχει ένα ανάλογο χαρτοφυλάκιο με αυτό που θα επιθυμούσε

μελλοντικά. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής μπορεί να έχει το χαρτοφυλάκιο που μελλοντικά επιθυμεί πληρώνοντας μόνο ένα μικρό μέρος του απαιτούμενου κεφαλαίου τώρα.

Το ποσό που απαιτείται να καταβληθεί, είναι για τις ανάγκες του περιθωρίου ασφάλισης και μπορεί να είναι σε μορφή μετοχών, οι οποίες δεσμεύονται υπέρ Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π ως ενέχυρο.

Ο επενδυτής κρατά τη θέση του στα Σ.Μ.Ε. μέχρι να εισρεύσει το κεφάλαιο που προσδοκά. Έχοντας πλέον το κεφάλαιο στη διάθεση του μπορεί αν θέλει, να προχωρήσει σε κλείσιμο της θέσης του στα Σ.Μ.Ε. (πώληση 5 Σ.Μ.Ε.) και τοποθέτηση του κεφαλαίου και των πιθανών κερδών από τα παράγωγα στις συγκεκριμένες μετοχές που επιθυμεί.

ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑΠΩΛΗΣΙΑΣ

Ρόλος εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (arbitrage)

Ο Αγγελόπουλος Π. (2001) στο βιβλίο του *"Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα"* αναφέρει ότι "αν η σχέση μεταξύ της τιμής του Σ.Μ.Ε. και της τιμής του δείκτη διέφερε σημαντικά, τότε ένας επενδυτής θα μπορούσε να αγοράσει τη σχετικά οικονομικότερη και να πουλήσει τη σχετικά ακριβότερη από τις δύο επενδύσεις. Επειδή, θεωρητικά, οι δύο αυτές εναλλακτικές επενδύσεις θα έχουν ακριβώς την ίδια αξία κατά τη λήξη του συμβολαίου, ο επενδυτής θα ρευστοποιήσει και τις δύο θέσεις του πραγματοποιώντας σίγουρο κέρδος.

Αυτή η τακτική της εξισορροπητικής αγοραπωλησίας χωρίς κίνδυνο (arbitrage) είναι αυτή που επιβάλλει τη θεωρητική σχέση μεταξύ των τιμών του Σ.Μ.Ε. και του δείκτη και χρησιμοποιείται μέχρι η σχέση αυτή να αποκατασταθεί. Μπορεί να υπάρξουν βεβαίως και περιπτώσεις όπου εξαιτίας της αυξημένης ζήτησης ή της αυξημένης προσφοράς σε ορισμένες σειρές Σ.Μ.Ε. ακόμα και κατά τη λήξη, η θεωρητική αυτή σχέση να μην πληρείται.

Παράδειγμα εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (arbitrage)

Ας υποθέσουμε ότι ο δείκτης FTSE/ASE-20 έχει σήμερα (30-Ιαν-2005) τιμή 2.400 μονάδες, ότι η προσδοκώμενη ετήσια μερισματική του απόδοση είναι ισότιμα κατανεμημένη μέσα στο χρόνο, ισούται με 3% και είναι πληρωτέο μόνο στο τέλος του χρόνου. το ετήσιο επιτόκιο για το δανεισμό μετοχών του FTSE/ASE-20 (για να μπορεί κάποιος να προβεί σε πράξη ανοιχτής πώλησης) είναι 1% και, τέλος, ότι το κόστος δανεισμού για διάστημα ενός χρόνου είναι 5%.

Κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις η θεωρητική τιμή του Σ.Μ.Ε. με λήξη την τρίτη Παρασκευή του Δεκεμβρίου 2005 (16-Δεκ-2005) κυμαίνεται μεταξύ των τιμών:

$$F_{low} = 2.400 \times \left[1 + \frac{5 - 1 - 3}{100} \times \frac{349}{365} \right] = 2.422,95$$

$$F_{high} = 2.400 \times \left[1 + \frac{5 + 1 - 3}{100} \times \frac{349}{365} \right] = 2.468,84$$

Αν το Σ.Μ.Ε. συναλλάσσεται στις 2.410 μονάδες, τότε θα μπορούσαμε να αγοράσουμε το Σ.Μ.Ε. Δεκεμβρίου και ταυτόχρονα να πωλούσαμε ανοιχτά το χαρτοφυλάκιο στον υποκείμενο δείκτη (στις 2.400 μονάδες). Το προσδοκώμενο κέρδος, ανά συμβόλαιο Σ.Μ.Ε., από μια τέτοια στρατηγική θα ήταν $2.422,95 - 2.410,00 = 12,95$ μονάδες ή ισοδύναμα $12,95 \times 5 = 64,75$ EURO. "

Στην πραγματικότητα, βέβαια, μια τέτοια στρατηγική δεν είναι ούτε τόσο εύκολη, ούτε τόσο απλοποιημένη, αφού η μερισματική απόδοση είναι ανομοιόμορφα κατανεμημένη στο χρόνο, οι τιμές της υποκείμενης αγοράς και της αγοράς παραγώγων μπορεί να προσομοιάζουν το δείκτη FTSE/ASE-20 αλλά να μην είναι ο ίδιος ο δείκτης με τις 20 μετοχές και με τα κατάλληλα βάρη, το κόστος προμηθειών ενδέχεται να είναι σημαντικό και τέλος το άνοιγμα μεταξύ των τιμών αγοράς και πώλησης στις μετοχές αλλά και στα Σ.Μ.Ε., μπορεί να είναι αρκετά μεγάλο.

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΣΕ ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΤΥΠΟΥ

Τι είναι τα δικαιώματα Προαίρεσης

Σύμφωνα με το ενημερωτικό δελτίο (2003) του Ομίλου Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. "σε αντίθεση με τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures), που είναι δεσμευτικά τόσο για τον αγοραστή όσο και για τον πωλητή, ένα συμβόλαιο Δικαιώματος (Option) δίνει στον αγοραστή του το δικαίωμα (αλλά όχι την υποχρέωση) να επιλέξει αν τελικά θα το εξασκήσει.

Έτσι, ο αγοραστής ανάλογα με τις συνθήκες που θα έχουν διαμορφωθεί στην αγορά αποφασίζει αν τελικά τον συμφέρει να προβεί σε χρήση αυτού του δικαιώματος ή όχι. Για να έχει αυτό το πλεονέκτημα ο αγοραστής, δηλαδή της επιλογής της εξάσκησης του Δικαιώματος πληρώνει στον πωλητή ένα ποσό που ονομάζεται **τίμημα** (premium)."

Γενικά, οι αγοραστές των Δικαιωμάτων πληρώνουν το τίμημα και οι πωλητές το λαμβάνουν. Αντίθετα, οι πωλητές των Δικαιωμάτων εφόσον τους ζητηθεί από τους αγοραστές είναι υποχρεωμένοι να εκπληρώσουν την υπόσχεσή τους για το υποκείμενο αγαθό στην τιμή εξάσκησης, σύμφωνα με τους όρους του συμβολαίου.

Αν το Δικαίωμα αναφέρεται σε δικαίωμα του επενδυτή για να αγοράσει την υποκείμενη αξία τότε μιλάμε για Δικαίωμα αγοράς (call option). Αν, αντιθέτως, το Δικαίωμα αναφέρεται σε δικαίωμα του επενδυτή για να πουλήσει την υποκείμενη αξία, τότε μιλάμε για Δικαίωμα πώλησης (put option).

Η υποκείμενη αξία των Δικαιωμάτων Προαίρεσης, όπως και για τα Σ.Μ.Ε., μπορεί να είναι μία ποικιλία προϊόντων ή αγαθών. Οι συναλλασσόμενοι χρησιμοποιούν τα Δικαιώματα Προαίρεσης για να αγοράσουν ή να πουλήσουν σιτάρι, πολύτιμα μέταλλα, συνάλλαγμα, μετοχές, δείκτες και άλλα αξιόγραφα, τα οποία αποτελούν ένα μικρό μέρος από το σύνολο των προϊόντων που σήμερα συναλλάσσονται.

Εξωχρηματιστηριακά Δικαιώματα έναντι τυποποιημένων Δικαιωμάτων σε δείκτες

Οι διαφορές μεταξύ των συμβολαίων Δικαιωμάτων που συναλλάσσονται εκτός του χώρου συναλλαγών του χρηματιστηρίου τα λεγόμενα εξωχρηματιστηριακά (OTC ή over-the-counter options) και των Δικαιωμάτων που συναλλάσσονται εντός του χρηματιστηρίου είναι παρόμοιες με τις διαφορές μεταξύ προθεσμιακών συμβολαίων και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

Οι κύριες διαφορές μεταξύ των εξωχρηματιστηριακών Δικαιωμάτων και των Δικαιωμάτων που συναλλάσσονται στο Χρηματιστήριο συνοψίζονται παρακάτω:

Πίνακας 1.3 Διαφορές

	Εξωχρηματιστηριακά Δικαιώματα	Δικαιώματα
Είδος συμβολαίου	Ποικίλλει	Τυποποιημένο
Εκπλήρωση συμβολαίου	Περίπου 50%	Μόνο 2-5%
Τρόπος συναλλαγής	Εξωχρηματιστηριακό	Στο Χ.Π.Α.
Πιστωτικός κίνδυνος	Κίνδυνος αντισυμβολαίου	ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
Ρευστότητα	Χαμηλή	Υψηλή
Ελάχιστες καταθέσεις	Κατά περίπτωση	Τυποποιημένη

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Τι σημαίνει η τυποποίηση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης

Η τυποποίηση των Δικαιωμάτων όπως και για τα Σ.Μ.Ε. είναι απαραίτητη για τη διαφανή και ομαλή λειτουργία των συναλλαγών στην αγορά. Οι τυποποιημένοι όροι των συμβολαίων προσφέρουν τα εξής πλεονεκτήματα:

- Τα συμβόλαια συναλλάσσονται και ανταλλάσσονται με μεγάλη ευκολία και ρευστότητα, καθώς όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά συναλλάσσονται σε πανομοιότυπα συμβόλαια Δικαιωμάτων.

- Το κόστος των συναλλαγών είναι χαμηλότερο, επειδή οι αντισυμβαλλόμενοι δεν χρειάζεται να διαπραγματευτούν τους όρους των συμβολαίων κάθε φορά που ένα συμβόλαιο ολοκληρώνεται.

Διαχωρισμός Δικαιωμάτων

Τα Δικαιώματα σε δείκτες σύμφωνα με τον διαχωρισμό της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. γίνεται με βάση τα είδη, τις κλάσεις και τις σειρές.

Είδος (type)

Υπάρχουν δυο είδη Δικαιωμάτων, τα Δικαιώματα Αγοράς (Call Options) και τα Δικαιώματα Πώλησης (Put Options).

Κλάση (class)

Δικαιώματα του ίδιου είδους που συσχετίζονται με την ίδια υποκείμενη αξία είναι Δικαιώματα της ίδιας κλάσης (π.χ. όλα τα Δικαιώματα αγοράς του δείκτη FTSE/ASE-20 ή όλα τα Δικαιώματα πώλησης του δείκτη FTSE/ASE-20 ανεξάρτητα αν έχουν διαφορετική τιμή εξάσκησης ή ημερομηνία λήξης).

Σειρές (series)

Δικαιώματα της ίδιας κλάσης και με την ίδια τιμή εξάσκησης και ημερομηνία λήξης είναι Δικαιώματα της ίδιας σειράς (π.χ. όλα τα Δικαιώματα αγοράς του δείκτη FTSE/ASE-20 με τιμή εξάσκησης 1800 μονάδες και ημερομηνία λήξης Ιανουάριο 2006).

Τύποι Δικαιωμάτων

Υπάρχουν δύο τύποι Δικαιωμάτων: **Ευρωπαϊκού και Αμερικάνικου.**

Τα Δικαιώματα Ευρωπαϊκού τύπου μπορούν να εξασκηθούν μόνο στην ημερομηνία λήξης, ενώ τα Δικαιώματα Αμερικάνικου τύπου μπορούν να εξασκηθούν οποιαδήποτε χρονική στιγμή πριν από την ημερομηνία λήξης.

Τα Δικαιώματα επί των δεικτών στο Χ.Π.Α. είναι Ευρωπαϊκού τύπου, ενώ τα Δικαιώματα επί μετοχών στο Χ.Π.Α. είναι Αμερικάνικου τύπου.

Ωφέλειες για τους επενδυτές από τη χρήση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης σε δείκτες

- Τα Δικαιώματα Προαίρεσης δίνουν την ευκαιρία στους επενδυτές να κερδίσουν εκμεταλλευόμενοι μία τάση της αγοράς - ακόμη και σε περιόδους πτώσης ή στασιμότητας των τιμών - ανάλογα με τη στρατηγική που θα επιλέξουν. Είναι συνήθως πιο εύκολο να εκτιμήσει κανείς μία γενική τάση της αγοράς, παρά να επενδύει μόνο σε προσδοκίες ανόδου για συγκεκριμένες μετοχές.
- Με τα Δικαιώματα Προαίρεσης, θέσεις που λαμβάνονται μπορούν να ρευστοποιηθούν και τα κέρδη ή οι ζημιές να υλοποιηθούν οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Η αγορά Δικαιωμάτων Προαίρεσης εμπεριέχει ένα σχετικά χαμηλό και εξαρχής ορισμένο κίνδυνο απώλειας του αρχικού κεφαλαίου. Ο αγοραστής θα ασκήσει το δικαίωμα που συνοδεύει ένα Δικαίωμα αγοράς ή πώλησης μόνο αν μπορεί να αποκομίσει κέρδος κάνοντας το.
- Τα Δικαιώματα Προαίρεσης επιτρέπουν σε κάποιον να επιδιώξει βραχυπρόθεσμους ή μεσοπρόθεσμους στόχους, παρόμοιους με την αγορά καλαθιού μετοχών (χαρτοφυλακίου ή δείκτη), αλλά με τη δέσμευση σημαντικά μικρότερου κεφαλαίου.
- Ακόμη και μικρές μεταβολές στις τιμές μίας μεμονωμένης μετοχής ή ενός δείκτη, μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές μεταβολές στην αξία των Δικαιωμάτων. Για τον αγοραστή του Δικαιώματος, η μόχλευση Δικαιώματος υπονοεί ότι με τις "κατάλληλες" τάσεις της αγοράς τα κέρδη θα αυξηθούν πολύ γρήγορα, ενώ οι ζημιές σε κάθε περίπτωση παραμένουν περιορισμένες στο εξαρχής προσδιορισμένο τίμημα (premium) του Δικαιώματος, το οποίο και προκαταβάλλεται.

- ο Επιτρέπουν την αντιστάθμιση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου τίτλων σε πιθανή πτώση τιμών και έτσι, για παράδειγμα, "κλειδώνει" κάποιος κέρδη σε μετοχές, χωρίς να χρειάζεται να ρευστοποιήσει τη θέση του χαρτοφυλακίου του.
- ο Στην περίπτωση μεγάλων και αποτελεσματικά δομημένων επενδυτικών χαρτοφυλακίων σε μετοχές και σε ομόλογα, τα Δικαιώματα Προαίρεσης αποτελούν τα μέσα για την ευέλικτη διαφοροποίηση του κινδύνου, χωρίς να απαιτείται ανασύνθεση του χαρτοφυλακίου. Ανάλογα με την εκτίμηση για την αγορά που έχει ένας επενδυτής επιλέγει μία συγκεκριμένη συναλλαγή αντιστάθμισης κίνδυνου στην προθεσμιακή αγορά για να αυξήσει ή να μειώσει τον κίνδυνο στο επίπεδο στο οποίο επιθυμεί.

ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ

Τι είναι το Δικαίωμα αγοράς και το Δικαίωμα πώλησης

Όπως προαναφέραμε ένα **Δικαίωμα αγοράς** δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει την υποκείμενη αξία σε μία προκαθορισμένη τιμή, την τιμή εξάσκησης στη λήξη του Δικαιώματος (Δικαίωμα Ευρωπαϊκού τύπου). Για να έχει αυτήν την επιλογή ο αγοραστής καταβάλλει ένα ποσό, το τίμημα (premium) του Δικαιώματος.

Ο πωλητής του Δικαιώματος αγοράς έχει την υποχρέωση να πουλήσει την υποκείμενη αξία στον αγοραστή -όταν και αν αυτός εξασκήσει το δικαίωμα του να αγοράσει- στην προκαθορισμένη τιμή εξάσκησης (strike price).

Ένα **Δικαίωμα πώλησης** δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση, να πουλήσει την υποκείμενη αξία σε μία προκαθορισμένη τιμή, την τιμή εξάσκησης, στη λήξη του Δικαιώματος (Δικαίωμα Ευρωπαϊκού τύπου). Για να έχει αυτήν την επιλογή ο αγοραστής, καταβάλλει ένα ποσό στον πωλητή, το τίμημα (premium) του Δικαιώματος.

Ο πωλητής του Δικαιώματος πώλησης έχει την υποχρέωση να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν από τον αγοραστή, αν αυτός εξασκήσει το δικαίωμά του να πουλήσει στην τιμή εξάσκησης (strike price).

Οι δύο βασικές θέσεις στα Δικαιώματα Προαίρεσης είναι η **θέση αγοράς** (long position) και η **θέση πώλησης** (Short position). Ο αγοραστής ενός Δικαιώματος λαμβάνει θέση αγοραστή, ενώ εκείνος που προσφέρει το Δικαίωμα λαμβάνει θέση πωλητή.

Συνδυαστικά η αγορά Δικαιωμάτων διακρίνει τέσσερις θέσεις:

Πίνακας 1.4 Θέσεις Δικαιωμάτων Προαίρεσης

	Αγοραστής του Δικαιώματος (long)	Πωλητής του Δικαιώματος (short)
Δικαίωμα αγοράς (call)	Δικαιούται να αγοράσει τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή εξάσκησης	Υποχρεούται να πουλήσει τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή εξάσκησης
Δικαίωμα πώλησης (put)	Δικαιούται να πουλήσει τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή εξάσκησης	Υποχρεούται να αγοράσει τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή εξάσκησης

Ποια είναι τα βασικά χαρακτηριστικά των Δικαιωμάτων Προαίρεσης σε δείκτες

Τα βασικά χαρακτηριστικά στοιχεία των Δικαιωμάτων Προαίρεσης σε δείκτες είναι:

Υποκείμενη Αξία (Underlying value)

Η υποκείμενη αξία είναι το χρηματοοικονομικό προϊόν πάνω στο οποίο διαπραγματεύονται τα Δικαιώματα. Στα Δικαιώματα επί δεικτών για το Χ.Π.Α. η υποκείμενη αξία είναι οι δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40.

Μέγεθος συμβολαίου

Προκειμένου να συσχετισθεί ένα Δικαίωμα με έναν χρηματιστηριακό δείκτη το Δικαίωμα πρέπει να μετατραπεί σε μία αξία εκφρασμένη σε χρηματικούς όρους. Αυτό επιτυγχάνεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του δείκτη με έναν πολλαπλασιαστή.

Ο πολλαπλασιαστής (όπως και για τα Σ.Μ.Ε.) για το δείκτη FTSE/ASE-20 είναι 5 EURO ανά μονάδα δείκτη, ενώ για το δείκτη FTSE/ASE Mid 40 είναι 25 EURO ανά μονάδα δείκτη.

Ημερομηνία εξάσκησης (Exercise date)

Τα Δικαιώματα επί δεικτών στο Χ.Π.Α. είναι Ευρωπαϊκού τύπου. Η προκαθορισμένη ημερομηνία, βάσει του συμβολαίου, στην οποία ο αγοραστής του Δικαιώματος μπορεί, αν θέλει, να το εξασκήσει λέγεται ημερομηνία εξάσκησης.

Η τελευταία ημέρα της διάρκειας ζωής του Δικαιώματος είναι η ημερομηνία λήξης. Εάν ο αγοραστής δεν εξασκήσει το Δικαίωμα στην ημερομηνία λήξης το Δικαίωμα χάνεται δηλαδή εκπνέει.

Τα Ευρωπαϊκού τύπου Δικαιώματα μπορούν να εξασκηθούν μόνο από τον αγοραστή μόνο κατά την ημερομηνία λήξης τους.

Τίμημα Δικαιώματος (Option Premium)

Το τίμημα του Δικαιώματος είναι το σύνολο των χρημάτων που πρέπει να πληρώσει ο αγοραστής του Δικαιώματος στον πωλητή του Δικαιώματος προκειμένου να αποκτήσει το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν.

Η πληρωμή στον πωλητή γίνεται ανεξάρτητα από το αν το Δικαίωμα εξασκεύεται τελικά ή όχι, και έτσι με αυτόν τον τρόπο αντιπροσωπεύει το μέγιστο πιθανό κέρδος για τον πωλητή.

Γενικά, οι αγοραστές των Δικαιωμάτων πληρώνουν το τίμημα (premium) δικαίωματος προκειμένου να αποκτήσουν την επιλογή για εξάσκηση του Δικαιώματος αγοράς ή πώλησης της υποκείμενης αξίας, ενώ οι πωλητές λαμβάνουν αυτό το ποσό σαν αμοιβή για την παραχώρηση του δικαιώματος επιλογής στους αγοραστές.

Το ποσό του τιμήματος του Δικαιώματος καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση της συγκεκριμένης σειράς μεταξύ αγοραστών και πωλητών Δικαιωμάτων όπως αυτή προκύπτει από τη διαπραγμάτευση των Δικαιωμάτων στην οργανωμένη

αγορά του Χ.Π.Α. Το σύνολο του τιμήματος του Δικαιώματος είναι πληρωτέο την επόμενη ημέρα από την ολοκλήρωση της συναλλαγής, πιστώνεται στο λογαριασμό του πωλητή και χρεώνεται στο λογαριασμό του αγοραστή.

Τιμή Εξάσκησης (Strike Price)

Η τιμή εξάσκησης είναι η τιμή στην οποία ο αγοραστής ενός Δικαιώματος αγοράς μπορεί να αγοράσει την υποκείμενη αξία, το δείκτη, και ο κάτοχος ενός Δικαιώματος πώλησης μπορεί να πουλήσει την υποκείμενη αξία, το δείκτη.

Η τιμή εξάσκησης είναι μία καθορισμένη τιμή που μπορεί να επιλεγεί από τις διαθέσιμες τιμές που ορίζει το Χ. Π. Α. και δεν μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια ζωής του Δικαιώματος.

Πίνακας 1.5. Βασικά στοιχεία σειράς Δικαιώματος

Είδος	Δικαίωμα αγοράς
Υποκείμενη αξία	Δείκτης FTSE/ASE-20
Ημερομηνία Λήξης	Σεπτέμβριος 2001
Τιμή Εξάσκησης	2.000 μονάδες
Τίμημα (premium) Δικαιώματος	40 μονάδες

Ποιες είναι οι εναλλακτικές ενέργειες των αγοραστών και των πωλητών των Δικαιωμάτων σε δείκτες

Ο αγοραστής ενός Δικαιώματος σε δείκτη (Ευρωπαϊκού τύπου) μπορεί να επιλέξει μεταξύ τριών εναλλακτικών ενεργειών:

- Να εξασκήσει το δικαίωμα (exercise position), κατά την ημερομηνία λήξης,
- Να κλείσει τη θέση του (close position), οποιαδήποτε στιγμή πριν τη λήξη της σειράς,
- Να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει (expiration).

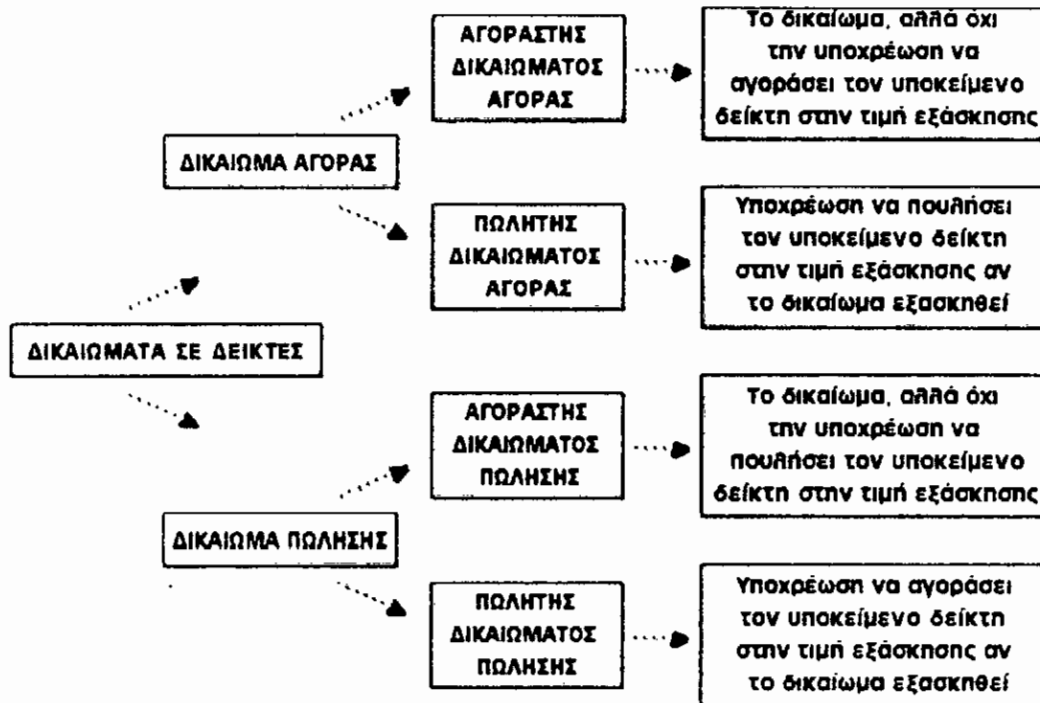
Ο πωλητής του Δικαιώματος έχει δυο εναλλακτικές ενέργειες:

- Να περιμένει να δει αν ο αγοραστής θα εξασκήσει το δικαίωμά του,

- ο Να κλείσει τη θέση του (close position), οποιαδήποτε στιγμή πριν τη λήξη της σειράς.

Δικαιώματα και υποχρεώσεις των αγοραστών και των πωλητών των Δικαιωμάτων σε δείκτες

Σχήμα 1.6.



Πηγή: Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (LONG CALL)

Ο αγοραστής ενός Δικαιώματος αγοράς δικαιούται να αγοράσει τον υποκείμενο δείκτη σε μία προσυμφωνημένη τιμή (την τιμή εξάσκησης) σε μία καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία.

Αν ένας επενδυτής αναμένει αύξηση της τιμής των μετοχών του δείκτη FTSE/ASE-20 αντί να αγοράσει συγκεκριμένες μετοχές, αγοράζει ένα Δικαίωμα στο δείκτη FTSE/ASE-20. Αυτό του δίνει τη δυνατότητα να αγοράσει το δείκτη στη

συμφωνημένη τιμή στην ημερομηνία λήξης, ανεξάρτητα από την πραγματική τιμή του δείκτη που θα ισχύει εκείνη τη στιγμή στην αγορά.

Για να έχει αυτό το δικαίωμα ο αγοραστής πληρώνει το τίμημα (premium) του Δικαιώματος στον πωλητή.

ΠΩΛΗΤΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (SHORT CALL)

Ο πωλητής ενός Δικαιώματος αγοράς αναλαμβάνει την υποχρέωση να πουλήσει τον υποκείμενο δείκτη στη συμφωνημένη τιμή (τιμή εξάσκησης), στην ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος αγοράς αν ο αγοραστής εξασκήσει το δικαίωμα του.

Για αυτήν την υποχρέωση να πουλήσει τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή εξάσκησης, στην ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος αγοράς, ο πωλητής λαμβάνει το τίμημα του Δικαιώματος από τον αγοραστή.

Ο πωλητής του Δικαιώματος αναμένει ότι η αγορά θα παραμείνει σταθερή ή θα κινηθεί πτωτικά, έτσι ώστε αν η προσδοκία του επιβεβαιωθεί να καταχωρήσει το τίμημα του Δικαιώματος ως κέρδος.

ΑΓΟΡΑΣΤΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (LONG PUT)

Ο αγοραστής ενός Δικαιώματος πώλησης δικαιούται να πουλήσει τον υποκείμενο δείκτη στη συμφωνημένη τιμή (τιμή εξάσκησης) στην ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος. Ο πωλητής του Δικαιώματος πώλησης είναι αυτός που παρέχει το δικαίωμα αυτό στον αγοραστή του Δικαιώματος πώλησης.

Για το δικαίωμα να πουλήσει τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή εξάσκησης, ο αγοραστής του Δικαιώματος πώλησης πληρώνει το τίμημα (premium) του δικαιώματος στον πωλητή. Ο αγοραστής του Δικαιώματος πώλησης αναμένει ότι η τιμή της υποκείμενης αξίας θα πέσει.

ΠΩΛΗΤΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT PUT)

Ο πωλητής ενός Δικαιώματος πώλησης αναλαμβάνει την υποχρέωση να πουλήσει τον υποκείμενο δείκτη στην τιμή εξάσκησης, στην ημερομηνία λήξης του

Δικαιώματος πώλησης στην περίπτωση όπου ο αγοραστής εξασκήσει το δικαίωμα του.

Για να αναλάβει την υποχρέωση της πώλησης του υποκείμενου δείκτη στην προσυμφωνημένη τιμή (τιμή εξάσκησης), στην ημερομηνία λήξης ο πωλητής του Δικαιώματος πώλησης λαμβάνει το τίμημα (premium) του Δικαιώματος από τον αγοραστή.

Ο πωλητής του Δικαιώματος Πώλησης αναμένει ότι η υποκείμενη τιμή του δείκτη θα παραμείνει σταθερή ή θα κινηθεί ανοδικά. Αν η προσδοκία του επαληθευθεί, θα καταχωρηθεί το τίμημα του Δικαιώματος που έλαβε ως κέρδος .

Πώς γίνεται το κλείσιμο μιας θέσης στα Δικαιώματα σε δείκτες

Τόσο ο αγοραστής όσο και ο πωλητής έχουν τη δυνατότητα να κλείσουν τη θέση που έχουν πάρει στα Δικαιώματα οποιαδήποτε στιγμή. Έτσι για παράδειγμα ο αγοραστής ενός Δικαιώματος αγοράς μπορεί να κλείσει τη θέση του λαμβάνοντας μία θέση Πώλησης ενός Δικαιώματος αγοράς της ίδιας σειράς.

Ο παρακάτω πίνακας σας δείχνει τους απλούς συνδυασμούς ανοικτών θέσεων καθώς και τις συναλλαγές που πρέπει να κάνετε σε κάθε περίπτωση για να κλείσετε τη θέση σας.

Πίνακας 1.7 Κλείσιμο Θέσεων

Ανοικτή θέση		Ευνοηθείσα κλεισίματος
Θέση αγοράς Δικαιώματος αγοράς (long call)	→	Πώληση Δικαιώματος αγοράς της ίδιας σειράς (short call)
Θέση πώλησης Δικαιώματος αγοράς (short call)	→	Πώληση Δικαιώματος αγοράς της ίδιας σειράς (long call)
Θέση αγοράς Δικαιώματος πώλησης (long put)	→	Πώληση Δικαιώματος πώλησης της ίδιας σειράς (short put)
Θέση πώλησης Δικαιώματος πώλησης (short put)	→	Αγορά Δικαιώματος πώλησης της ίδιας σειράς (long put)

Πηγή: Συρράκος Ε.,(1999), "Χρηματιστηριακά Παράγωγα", Conceptum,σελ. 63

Πώς γίνεται ο διακανονισμός στα Δικαιώματα επί των δεικτών

Στα Δικαιώματα Προαίρεσης σε δείκτες του Χ.Π.Α., ο διακανονισμός είναι χρηματικός και πραγματοποιείται κατά την ημερομηνία εξάσκησης. Αν ο Δείκτης κατά την ημερομηνία λήξης είναι πάνω από την τιμή εξάσκησης, ο πωλητής του Δικαιώματος αγοράς πληρώνει τη διαφορά, σε χρήματα, στον αγοραστή του Δικαιώματος αγοράς.

Αν κατά την ημερομηνία λήξης ο δείκτης είναι κάτω από την τιμή εξάσκησης, ο αγοραστής ενός Δικαιώματος πώλησης πιστώνεται τη διαφορά από τον πωλητή.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι στα Δικαιώματα ο αγοραστής καταβάλλει το τίμημα την επόμενη εργάσιμη μετά τη συναλλαγή στον πωλητή (μέσω της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.), επομένως, κατ' αυτήν την έννοια, δεν υπάρχει ο ημερήσιος χρηματικός διακανονισμός που υπάρχει στα Σ.Μ.Ε.

Τι σημαίνει η Εκπνοή για τους αγοραστές και τους πωλητές των Δικαιωμάτων

Αν η ανοικτή θέση σε ένα Δικαίωμα δεν κλείσει κατά τη διάρκεια της ζωής του και αν το Δικαίωμα δεν εξασκηθεί κατά την ημέρα λήξης, τότε λέμε ότι "εκπνέει" (expires) με τη λήξη και χάνει την αξία του. Σ' αυτήν την περίπτωση ο αγοραστής θα έχει ζημία ίση με το τίμημα (premium) του Δικαιώματος που πλήρωσε.

Για τον πωλητή του Δικαιώματος, αυτή είναι η πιο ευνοϊκή εξέλιξη, γιατί έτσι θα καταχωρηθεί το τίμημα (premium) του Δικαιώματος που έλαβε από τον αγοραστή ως κέρδος.

Πώς υπολογίζεται το περιθώριο ασφάλισης για τα Δικαιώματα Προαίρεσης

Και στα Δικαιώματα Προαίρεσης σε δείκτες το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης υπολογίζεται βάσει του μοντέλου RI.VA. (τύπου - SPAN).

Όταν υπολογίζεται το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης ενός λογαριασμού εκκαθάρισης, οι θέσεις σε Δικαιώματα στο δείκτη και οι θέσεις σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη συνυπολογίζονται.

Η πώληση Δικαιωμάτων στο δείκτη, σε λογαριασμό επενδυτή που δεν έχει προηγουμένως θέση, αυξάνει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης. Η πώληση Δικαιωμάτων στο δείκτη σε λογαριασμό επενδυτή που έχει καταχωρημένη αγορά αντίστοιχου αριθμού Δικαιωμάτων στο δείκτη τα οποία αποσκοπούσαν να αντισταθμίσουν θέσεις σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη, αυξάνει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης.

Η αγορά Δικαιωμάτων στο δείκτη σε λογαριασμό επενδυτή δεν αυξάνει σε καμιά περίπτωση το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης.

Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης είναι αναδρομικές για όλες τις ανοικτές θέσεις.

Ποια είναι η αξία του τιμήματος (premium) του Δικαιώματος

Για να μπορούν οι επενδυτές να εκτιμήσουν αν η επένδυσή τους σε ένα Δικαίωμα είναι επικερδής ή όχι, πρέπει να γνωρίζουν το πώς προκύπτει η αξία του τιμήματος (premium) του Δικαιώματος που πρέπει να πληρώσουν. Μόνο τότε μπορεί ο αγοραστής ή ο πωλητής να κρίνει αν το δυνητικό κέρδος που αποδίδεται από την "αγορά" στο Δικαίωμα του αντιστοιχεί στις προσδοκίες που έχει όταν αγοράζει ή πουλάει το Δικαίωμα.

Τα συστατικά στοιχεία που αποτελούν την αξία του τιμήματος (premium) του Δικαιώματος είναι: η εσωτερική αξία (intrinsic value) και η αξία του χρόνου ή υπεραξία (time value). Η εσωτερική αξία ενός Δικαιώματος αντανακλά το τι θα μπορούσε ο αγοραστής να κερδίσει αν εξασκούσε το Δικαίωμα αμέσως.

Η αξία του χρόνου είναι μία έκφραση των προσδοκιών του συμμετέχοντος στην αγορά για το βαθμό όπου το αντίστοιχο Δικαίωμα μπορεί να είναι επικερδές σε μία μελλοντική ημερομηνία.

$$\text{Τίμημα Δικαιώματος (Option Premium)} = \text{Εσωτερική αξία} + \text{Αξία του χρόνου}$$

Εσωτερική αξία και αξία χρόνου στα Δικαιώματα

Ο Παπούλιας Γ. (1998) στο βιβλίο του "*Παράγωγα*" αναφέρει ότι "ένα Δικαίωμα έχει εσωτερική αξία (intrinsic value) όταν η εξάσκηση του αποδίδει κέρδος για τον αγοραστή. Συνεπώς, ένα Δικαίωμα αγοράς έχει εσωτερική αξία όταν η τιμή εξάσκησης είναι χαμηλότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου

Στην περίπτωση ενός Δικαιώματος πώλησης, το δικαίωμα έχει εσωτερική αξία όταν η τιμή εξάσκησης είναι υψηλότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Η εσωτερική αξία ενός Δικαιώματος αγοράς ή πώλησης δεν μπορεί ποτέ να είναι αρνητική. Αν η αξία του υποκείμενου τίτλου είναι μικρότερη από την τιμή εξάσκησης ενός Δικαιώματος αγοράς, τότε η εσωτερική αξία του Δικαιώματος είναι μηδέν. Αντίστοιχα αν η τιμή εξάσκησης σε ένα Δικαίωμα πώλησης είναι μικρότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου, η εσωτερική αξία του Δικαιώματος πώλησης είναι μηδέν.

Η αξία του χρόνου είναι η διαφορά μεταξύ του τιμήματος του Δικαιώματος και της εσωτερικής αξίας. Η αξία του χρόνου μειώνεται όσο πλησιάζει η ημερομηνία λήξης του Δικαιώματος. Όσο πιο κοντά είναι η ημερομηνία λήξης, τόσο μεγαλύτερη είναι η μείωση στην αξία του χρόνου. Την ημερομηνία λήξης, το τίμημα (premium) του Δικαιώματος ισούται με την εσωτερική αξία."

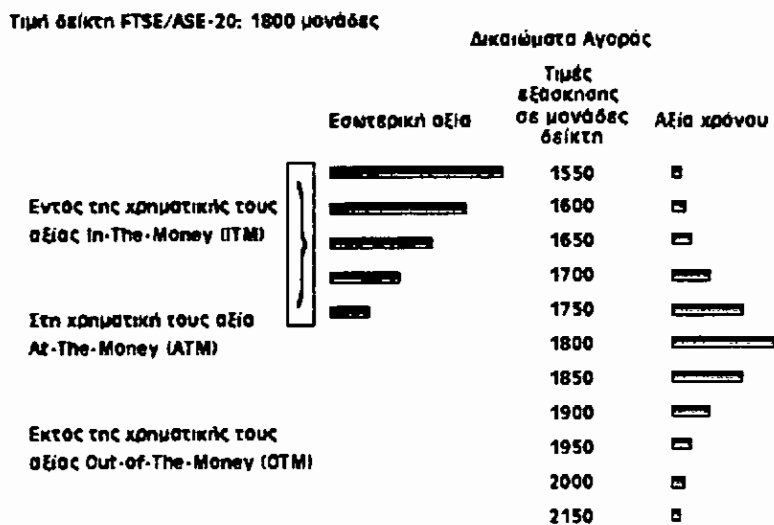
Δικαιώματα in - at - out of the money

Δικαιώματα αγοράς

- Ένα Δικαίωμα αγοράς βρίσκεται εντός της χρηματικής του αξίας (in-the-money) όταν η τιμή εξάσκησης είναι χαμηλότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου δηλαδή όταν το Δικαίωμα αγοράς έχει εσωτερική αξία.

- Ένα Δικαίωμα αγοράς βρίσκεται στη χρηματική του αξία (at-the-money) όταν η τιμή εξάσκησης ισούται με την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Δικαιώματα που βρίσκονται στη χρηματική τους αξία δεν έχουν εσωτερική αξία και συνεπώς δεν εξασκούνται.
- Ένα Δικαίωμα αγοράς βρίσκεται εκτός της χρηματικής του αξίας (out-of-the-money) όταν η τιμή εξάσκησης είναι υψηλότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου.

Σχήμα 1.8



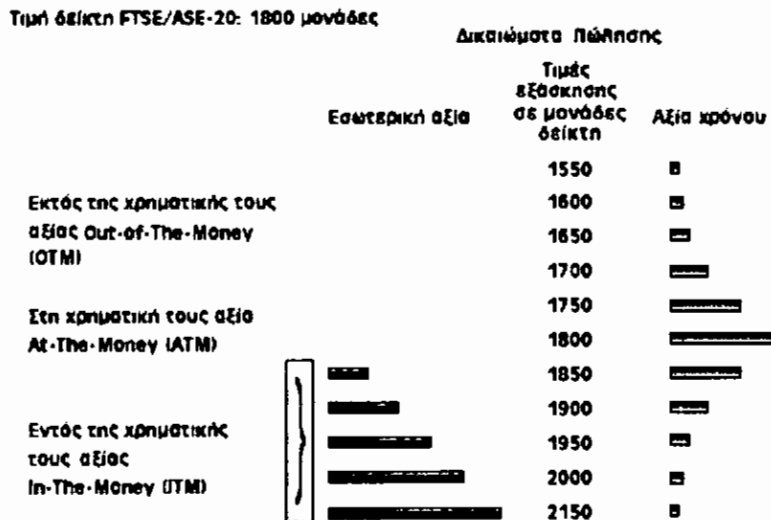
Πηγή: ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Δικαιώματα πώλησης

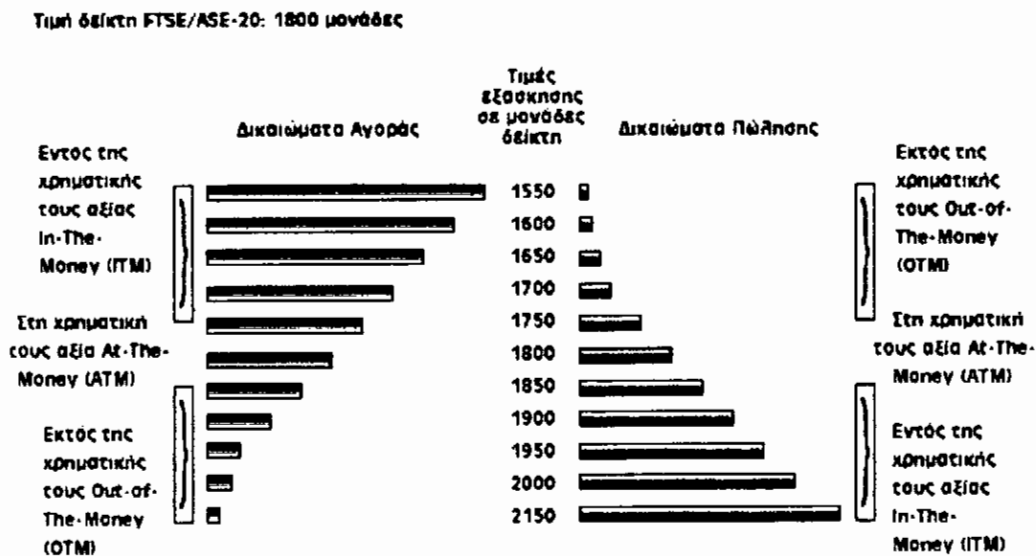
- Ένα Δικαίωμα πώλησης βρίσκεται εντός της χρηματικής του αξίας (in-the-money) όταν η τιμή εξάσκησης είναι υψηλότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου δηλαδή όταν το Δικαίωμα αγοράς έχει εσωτερική αξία.
- Ένα Δικαίωμα πώλησης βρίσκεται στη χρηματική του αξία (at-the-money) όταν η τιμή εξάσκησης ισούται με την τιμή του υποκείμενου τίτλου. Δικαιώματα που βρίσκονται στη χρηματική τους αξία δεν έχουν εσωτερική αξία και συνεπώς δεν εξασκούνται.

- Ένα Δικαίωμα πώλησης βρίσκεται εκτός της χρηματικής του αξίας (out-of-the-money) όταν η τιμή εξάσκησης είναι χαμηλότερη από την τιμή του υποκείμενου τίτλου.

Σχήμα 1.9



Σχήμα 1.10



Πηγή: ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π

Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν το τίμημα (premium) του Δικαιώματος

Εκτός από την εσωτερική αξία η οποία αναλύεται στην τιμή εξάσκησης του Δικαιώματος και την τιμή του υποκείμενου τίτλου, το τίμημα του Δικαιώματος επηρεάζεται και από άλλους παράγοντες οι οποίοι παρουσιάζονται παρακάτω:

ο Υπολειπόμενη διάρκεια του Δικαιώματος

Όσοι περισσότεροι χρόνοι μεσολαβεί μέχρι τη λήξη ενός Δικαιώματος, τόσο περισσότερες είναι οι πιθανότητες η τιμή του υποκείμενου τίτλου να μεταβληθεί έτσι ώστε το Δικαίωμα να είναι εντός της χρηματικής του αξίας (in-the-money).

Καθώς μειώνεται η υπολειπόμενη διάρκεια, η αξία του χρόνου τόσο του Δικαιώματος αγοράς (call) όσο και του Δικαιώματος πώλησης (put) μειώνεται, και όσο πιο κοντά είναι η ημερομηνία λήξης (expiration date), τόσο περισσότερο η φθορά του χρόνου επιταχύνεται.

Ένα Δικαίωμα με μεγαλύτερη υπολειπόμενη διάρκεια έχει μεγαλύτερη τιμή από ότι ένα Δικαίωμα του οποίου η υπολειπόμενη διάρκεια είναι μικρότερη, αν για παράδειγμα και τα δυο είναι στη χρηματική τους αξία (at-the-money).

ο Μεταβλητότητα του υποκείμενου τίτλου

Η μονάδα μέτρησης που αντανακλά το μέγεθος και τη συχνότητα των διακυμάνσεων της τιμής του υποκείμενου τίτλου μέσα σε μία συγκεκριμένη περίοδο χρόνου ονομάζεται μεταβλητότητα (volatility).

Η ιστορική μεταβλητότητα υπολογίζεται από τις ιστορικές τιμές του υποκείμενου τίτλου. Στον υπολογισμό μίας "δίκαιης" τιμής Δικαιώματος, η πραγματοποιούμενη μεταβλητότητα είναι αυτή που παίζει βασικό ρόλο. Καθώς όμως αυτή δεν μπορεί να υπολογιστεί με ακρίβεια, προβλέψεις για το πώς η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα εξελιχθεί στο μέλλον βασίζονται στην ιστορική μεταβλητότητα.

Η μεταβλητότητα που "διαισθάνεται" η αγορά μέχρι τη λήξη του δικαιώματος ονομάζεται τεκμαρτή μεταβλητότητα (implied volatility) και μπορεί να

υπολογιστεί μέσω ενός μοντέλου αποτίμησης Δικαιωμάτων. Εδώ η μέθοδος υπολογισμού αντιστρέφεται: η πραγματική τιμή δικαιώματος (δηλαδή αυτή που παρατηρείται στην αγορά) χρησιμοποιείται προκειμένου να συμπεράνουμε τη μεταβλητότητα πάνω στην οποία βασίστηκαν οι αξιολογήσεις των τιμών των Δικαιωμάτων από τους συναλλασσόμενους.

ο **Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (Risk-Free Rate)**

Ο αγοραστής ενός Δικαιώματος αγοράς είναι υποχρεωμένος να δεσμεύσει λιγότερο κεφάλαιο την ημέρα συναλλαγής απ' ότι αν αγοράσει τον αντίστοιχο υποκείμενο τίτλο απευθείας στην τρέχουσα αγορά. Το κεφάλαιο που απομένει στη διάθεση του μπορεί να επενδυθεί στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Όσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, τόσο υψηλότερη είναι η απόδοση του κεφαλαίου που απομένει από τη συναλλαγή σε Δικαιώματα. Συνεπώς το τίμημα ενός Δικαιώματος αγοράς είναι υψηλότερο, όσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Αντίθετα, το τίμημα ενός Δικαιώματος πώλησης μειώνεται όταν αυξάνεται το επιτόκιο.

ο **Μερίσματα**

Ο κάτοχος ενός Δικαιώματος αντίθετα με τον κάτοχο της μετοχής, δεν έχει το δικαίωμα να διεκδικήσει μερίσματα, τα οποία πληρώνονται κατά τη διάρκεια της ζωής του Δικαιώματος. Καθώς οι πληρωμές μερισμάτων έχουν ως αποτέλεσμα μία μείωση της τιμής του υποκείμενου τίτλου, τα υψηλότερα μερίσματα μειώνουν την αξία ενός Δικαιώματος αγοράς και αυξάνουν την αξία ενός Δικαιώματος πώλησης.

Το υπόδειγμα αποτίμησης Black & Scholes για τα Δικαιώματα Ευρωπαϊκού τύπου

Ο προσδιορισμός και η ανάλυση των παραγόντων που επηρεάζουν την τιμή των Δικαιωμάτων είναι το πρώτο βήμα για την κατανόηση του τρόπου με τον οποίο συμπεριφέρονται οι τιμές των Δικαιωμάτων. Στην πράξη όμως, προκειμένου να χρησιμοποιήσουμε τα Δικαιώματα αποτελεσματικά, χρειαζόμαστε να έχουμε ένα τρόπο υπολογισμού της (δίκαιας) τιμής (fair-value) του Δικαιώματος και των συντελεστών ευαισθησίας (sensitivity factors-Greeks).

Το πρώτο υπόδειγμα αποτίμησης Δικαιωμάτων αναπτύχθηκε από τους Black-Scholes (1973). Το υπόδειγμα επιτρέπει την αποτίμηση Ευρωπαϊκών Δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης. Όπως όλα τα υποδείγματα, έτσι και αυτό για να αναπτυχθεί χρειάζεται να βασιστεί σε κάποιες υποθέσεις.

Οι υποθέσεις του υποδείματος είναι οι ακόλουθες:

1. Η τιμή του υποκείμενου τίτλου έχει σταθερή μεταβλητότητα.
2. Η τιμή του υποκείμενου τίτλου ακολουθεί μία «συνεχή» πορεία.
3. Τα κόστη συναλλαγών και οι φόροι είναι μηδενικοί.
4. Το επιτόκιο προσφοράς και ζήτησης είναι το ίδιο.
5. Η διαπραγμάτευση είναι συνεχής.
6. Δεν υπάρχουν ευκαιρίες για arbitrage.
7. Ο υποκείμενος τίτλος δεν πληρώνει μερίσματα.
8. Επιτρέπεται η ανοικτή πώληση μετοχών (short-sell).

Στηριζόμενοι σε αυτές τις υποθέσεις προκύπτουν κάποιες εξισώσεις του υποδείματος για την αποτίμηση ενός Ευρωπαϊκού Δικαιώματος αγοράς και πώλησης

Ο Merlon (1973) αναίρεσε την υπόθεση για μηδενικά μερίσματα και γενίκευσε το υπόδειγμα Black-Scholes για την περίπτωση όπου ο υποκείμενος τίτλος πληρώνει μερίσματα.

ΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑ

Τι εκφράζουν οι Συντελεστές Ευαισθησίας (Sensitivity Factors);

Το τίμημα (premium) του Δικαιώματος, όπως είδαμε, έχει την τάση να μεταβάλλεται αντιδρώντας σε συγκεκριμένες μεταβλητές. Αυτές οι μεταβλητές, που ονομάζονται "συντελεστές ευαισθησίας" (sensitivity factors), μετρούν τη μεταβολή στο τίμημα (premium) του Δικαιώματος.

Οι βασικοί συντελεστές ευαισθησίας κατά το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών είναι οι: Δέλτα, Γάμα, Θήτα, Vega, Rho και Elasticity.

Δέλτα (Δ)-Delta

Ο συντελεστής Delta μετράει την απόλυτη μεταβολή του τιμήματος (premium) του Δικαιώματος όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου μεταβάλλεται κατά μία μονάδα. Το Delta των Δικαιωμάτων αγοράς κυμαίνεται μεταξύ 0 και +1. Το Delta των Δικαιωμάτων πώλησης κυμαίνεται μεταξύ 0 και -1 Το Delta μίας θέσης αγοράς του υποκείμενου τίτλου είναι πάντα +1, ενώ για μία θέση πώλησης είναι -1.

Γάμα (γ)-Gamma

Ο συντελεστής Gamma περιγράφει τη μεταβολή στον υπολογισμένο συντελεστή Δέλτα (Δ) όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου μεταβληθεί κατά μία μονάδα.

Θήτα (Θ)-Theta

Ο συντελεστής Theta δείχνει κατά πόσες μονάδες μεταβάλλεται το τίμημα του δικαιώματος όταν η διάρκεια του Δικαιώματος μειώνεται κατά μία ημέρα. Καθώς το

Theta μετράει τη φθορά του χρόνου, ο συντελεστής αυτός έχει αρνητικό πρόσημο στις θέσεις αγοράς και θετικό πρόσημο στις θέσεις πώλησης.

Vega

Ο συντελεστής Vega μετράει τη μεταβολή στο τίμημα του Δικαιώματος ανά 1% μεταβολή της μεταβλητότητας. Ο Vega είναι πάντα θετικός και είναι μεγαλύτερος για Δικαιώματα που βρίσκονται εντός της χρηματικής τους αξίας (in-the-money), ενώ μειώνεται στο 0 για Δικαιώματα που βρίσκονται στη χρηματική τους αξία (at-the-money) και εκτός της χρηματικής τους αξίας (out-of-the-money).

Po (P)-Rho

Ο συντελεστής Rho μετράει τη μεταβολή του τιμήματος (premium) του Δικαιώματος όταν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο μεταβάλλεται κατά μία μονάδα.

Elasticity

Ο συντελεστής Elasticity εκφράζει την ποσοστιαία μεταβολή του τιμήματος (premium) του Δικαιώματος προς την αντίστοιχη ποσοστιαία μεταβολή του υποκείμενου τίτλου.

Παράδειγμα αντιστάθμισης κινδύνου με τα Δικαιώματα σε δείκτες

Ας υποθέσουμε ότι ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι στις 1.400 μονάδες και αποτελείται μόνο από τις τρεις παρακάτω μετοχές (Α, Β και Γ).

Ο επενδυτής κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από: 10.000 μετοχές της Α (τιμή μετοχής 0,88 EURO), 8.000 μετοχές της Β (τιμή μετοχής 1,46 EURO) και από 20.000 μετοχές της Γ (τιμή μετοχής 0,36 EURO). Συνολική αξία του χαρτοφυλακίου 27.680 EURO.

Οι συντελεστές Beta των μετοχών είναι αντίστοιχα. 0,7 για την Α, 1,2 για τη Β και 1,6 για τη Γ.

Πίνακας 1.11

Υποκείμενος Τίτλος	Beta	Όγκος	Τιμή (EUR)	Αξία (EUR)
Μετοχή Α	0,7	10.000	0,88	8.800
Μετοχή Β	1,2	8.000	1,46	11.680
Μετοχή Γ	1,6	20.000	0,36	7.200
				27.680

Για να μπορέσει ο επενδυτής να αντισταθμίσει τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου του από πιθανή πτώση των τιμών των μετοχών πρέπει να αγοράσει Δικαιώματα πώλησης. Και εδώ όμως έρχεται το ερώτημα πόσα να αγοράσει. Η λύση είναι πολύ απλή.

Ας χρησιμοποιήσουμε το Δικαίωμα πώλησης (στη χρηματική του αξία /at-the-money) στο δείκτη FTSE/ASE-20 με τιμή εξάσκησης 1.400 μονάδες και τίμημα (premium) δικαιώματος 0,26 EURO.

Το beta του χαρτοφυλακίου είναι:

$$\frac{8.800}{27.680} \times 0,7 + \frac{11.680}{27.680} \times 1,2 + \frac{7.200}{27.680} \times 1,6 = 1,13$$

Άρα, ο αριθμός των Δικαιωμάτων πώλησης που απαιτούνται για να αγοραστούν προκειμένου ο επενδυτής να επιτύχει πλήρη αντιστάθμιση του χαρτοφυλακίου του

$$\text{Αριθμός συμβολαίων που απαιτούνται} = \frac{\text{Συνολική αξία του χαρτοφυλακίου}}{\text{μονάδες δείκτη} \times 5 \text{ EUR}} \times \text{beta} = \frac{27.680}{1.400 \times 5 \text{ EUR}} \times 1,13 = 4,46$$

Άρα, ο επενδυτής θα αγοράσει 4 Δικαιώματα πώλησης (υποαντιστάθμιση) ή 5 Δικαιώματα πώλησης (υπεραντιστάθμιση).

ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

Πώς δημιουργούνται οι συνθετικές θέσεις

Οι συνθετικές θέσεις, είναι στρατηγικές που βασίζονται στην ισοτιμία Δικαιώματος αγοράς - Δικαιώματος πώλησης (Put-call parity) και αφορούν στη δημιουργία - μέσω του συνδυασμού θέσεων σε Δικαιώματα και /η θέσεων στους υποκείμενους τίτλους - μιας ποικιλίας νέων θέσεων που αναπαράγουν τις βασικές θέσεις.

Αυτό σημαίνει ότι θέσεις σε Δικαιώματα μπορούν να συνδυαστούν με άλλες θέσεις σε Δικαιώματα ή με θέσεις στον υποκείμενο τίτλο με τέτοιο τρόπο, που νέες θέσεις δημιουργούνται με τα ίδια χαρακτηριστικά με τις πραγματικές θέσεις σε Δικαιώματα ή τον υποκείμενο τίτλο.

Πίνακας 1.12 Συνδυασμός Θέσεων

Αγορά Δικαιώματος αγοράς και πώληση Δικαιώματος πώλησης	μας δίνει τη	Συνθετική θέση Αγοράς στο Σ.Μ.Ε./δείκτη
Πώληση Δικαιώματος αγοράς και αγορά Δικαιώματος πώλησης		Συνθετική θέση Πώλησης στο Σ.Μ.Ε./δείκτη
Θέσης αγοράς στη μετοχή και αγορά Δικαιώματος πώλησης		Συνθετική θέση Αγοράς Δικαιώματος αγοράς
Θέσης πώλησης στη μετοχή και πώληση Δικαιώματος πώλησης		Συνθετική θέση Πώλησης Δικαιώματος αγοράς
Θέσης πώλησης στη μετοχή και αγορά Δικαιώματος αγοράς		Συνθετική θέση Αγοράς Δικαιώματος πώλησης
Θέσης αγοράς στη μετοχή και πώληση Δικαιώματος αγοράς		Συνθετική θέση Πώλησης Δικαιώματος πώλησης

Arbitrage (Εξισορροπητική αγοραπωλησία)

Η ευκαιρία για arbitrage προκύπτει όταν ένα και μόνο προϊόν διαπραγματεύεται σε διαφορετικές αγορές σε διαφορετικές τιμές, οπότε γίνεται επικερδής η αγορά του προϊόντος στη μία αγορά όπου συναλλάσσεται σε χαμηλότερη τιμή και η μεταπώληση του στην άλλη αγορά σε υψηλότερη τιμή.

Στην περίπτωση μας, τα προϊόντα είναι οι σειρές που διαπραγματεύονται στο σύστημα συναλλαγών ΟΑΣΗΣ. Κάθε σειρά διαπραγματεύεται σε "διαφορετική

αγορά", αφού η τιμή της καθορίζεται αποκλειστικά από την προσφορά και τη ζήτηση στη σειρά αυτή.

Οι στρατηγικές arbitrage βασίζονται στην ταυτόχρονη αγορά και πώληση πανομοιότυπων απλών ή συνθετικών θέσεων με στόχο να κερδίσουμε από τις διαφορές των τιμών μεταξύ αυτών των θέσεων.

Οι πιο συνηθισμένες στρατηγικές arbitrage σε Δικαιώματα είναι η μετατροπή (conversion), η αντιστροφή (reversal) και το κουτί (box).

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ ΜΕΤΟΧΩΝ (REPOS)

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Ο δανεισμός τίτλων μέσω του προϊόντος stock reverse repos (σύμβαση αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης) μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να καλύψει υποχρεώσεις φυσικής παράδοσης τίτλων (π.χ. εξάσκηση πωληθέντων Δικαιωμάτων σε μετοχές, όταν αυτά θα διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α), αλλά και για την πραγματοποίηση ανοικτών πωλήσεων (short selling) στο Χ.Α.Α.

Τι είναι οι Ανοιχτές πωλήσεις

Ανοιχτή πώληση είναι μία στρατηγική που αποδίδει κέρδος όταν η τιμή μίας μετοχής πέφτει και ζημία όταν η τιμή ανεβαίνει. Για να επιτευχθεί αυτή η στρατηγική, ο επενδυτής χρειάζεται να πουλήσει μετοχές τις οποίες δεν κατέχει και να τις αγοράσει αργότερα.

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής πιστεύει ότι η τιμή της Εθνικής Τράπεζας, που βρίσκεται στα 40 EURO, τις επόμενες μέρες θα πέσει. Για να επωφεληθεί από αυτήν του την προσδοκία δανείζεται 100 μετοχές Εθνικής από κάποιον άλλο επενδυτή, τις οποίες αμέσως πουλάει στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην τρέχουσα τιμή (40 EURO). Το έσοδο από την πώληση αυτή είναι 4.000 EURO.

Δέκα ημέρες αργότερα η τιμή της Εθνικής έχει πέσει στα 35 EURO και ο επενδυτής έχει δει την προσδοκία του να πραγματοποιείται. Αγοράζει λοιπόν τις 100 μετοχές της Εθνικής που είχε δανειστεί ώστε να τις επιστρέψει στο δανειστή του. Το κόστος αγοράς είναι 3.500 EURO, το οποίο αν αφαιρεθεί από το αρχικό του έσοδο δίνει κέρδος 500 EURO.

Αν αντίθετα με την προσδοκία του η τιμή της Εθνικής ανέβει στα 43 EURO ο επενδυτής θα έχει κόστος επαναγοράς των 100 μετοχών 4.300 EURO και επομένως ζημία 300 EURO. Ο δανεισμός της μετοχής είναι απαραίτητος για να γίνει η εκκαθάριση από το Σ.Α.Τ. του Αποθετηρίου, αφού ο αγοραστής αυτών των μετοχών (ο αντισυμβαλλόμενος) θα πρέπει να παραλάβει μετοχές από τον πωλητή.

Τα οφέλη και οι κίνδυνοι των ανοιχτών πωλήσεων

Τα οφέλη του θεσμού των ανοιχτών πωλήσεων σε μία χρηματιστηριακή αγορά είναι πολλά. Ενδεικτικά αναφέρουμε την αποτελεσματικότερη διαδικασία καθορισμού της τιμής της μετοχής, τον περιορισμό ακραίων διακυμάνσεων των τιμών, την ορθολογικότερη σύνδεση της Αγοράς Παραγώγων με την υποκείμενη αγορά και την αποτελεσματικότερη διαχείριση χαρτοφυλακίων.

Παράλληλα όμως με τα οφέλη αυτά, υπάρχουν και οι αντίστοιχοι κίνδυνοι χρήσης των ανοιχτών πωλήσεων. Σύμφωνα λοιπόν με τις διεθνείς πρακτικές, η ανοιχτή πώληση μετοχών στο Χ.Α.Α. γίνεται με κάποιους περιορισμούς. Ο κυριότερος περιορισμός είναι γνωστός ως κανόνας του up-tick. Σύμφωνα με τον κανόνα αυτό, δεν μπορεί να γίνει πράξη ανοιχτής πώλησης σε τιμή χαμηλότερη ή ίση με την τιμή της προηγούμενης πράξης.

Δανεισμός Τίτλων

Για να εκτελεστεί μία πράξη ανοιχτής πώλησης χρειάζεται ο επενδυτής να δανειστεί τις μετοχές από κάποιον άλλο επενδυτή. Στην Ελλάδα η διαδικασία του δανεισμού από επενδυτή σε επενδυτή γίνεται μέσω των προϊόντων Πώλησης και Επαναγοράς Μετοχών (Stock Repos και Stock Reverse Repos) του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

Με χρήση του προϊόντος Πώλησης Τίτλων με Σύμφωνο Επαναγοράς (Stock Repo) κάθε επενδυτής μπορεί να δανείσει μετοχές στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Οι μετοχές έρχονται στην κυριότητα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., η οποία τις διαθέτει προς δανεισμό με τη χρήση του προϊόντος Αγοράς Τίτλων με Σύμφωνο Επαναπώλησης (Stock Reverse Repo). Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έτσι αναλαμβάνει το ρόλο του διαχειριστή των μετοχών που αποκτά από τους δανειστές προσπαθώντας πάντοτε να έχει διαθέσιμες μετοχές ώστε να είναι σε θέση να τις επιστρέψει σε όποιο δανειστή τις ζητήσει πίσω χωρίς να είναι απαραίτητο να τις ζητήσει πίσω με τη σειρά της.

Τα δύο αυτά προϊόντα, αν και πολύ παρόμοια στη φύση τους, διαφέρουν σημαντικά στον τρόπο διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης τους. Τα περιγράφουμε αναλυτικά στις επόμενες παραγράφους.

Είναι σημαντικό να γίνει κατανοητό ότι ο δανεισμός τίτλων δεν συνδέεται πάντα με ανοιχτές πωλήσεις. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής μπορεί να δανειστεί μετοχές αν του ζητηθεί να παραδώσει μετοχές εξαιτίας της εξάσκησης ενός Δικαιώματος αγοράς, από τον αγοραστή του Δικαιώματος επί της μετοχής αυτής. Επίσης για σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως τα reverse convertibles και τα warrants, ενδέχεται να συμφέρει ο δανεισμός παρά η αγορά μετοχών.

ΠΩΛΗΣΗ ΤΙΤΛΩΝ ΜΕ ΣΥΜΦΩΝΟ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ (STOCK REPO)

Τι είναι η Σύμβαση πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repo)

Στο προϊόν αυτό πωλητές (δανειστές) είναι επενδυτές που διαθέτουν λογαριασμό παραγώγων στο Χ.Π.Α και μοναδικός αγοραστής (δανειζόμενος) είναι η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

Σύμφωνα με το ενημερωτικό δελτίο(2001) του Χρηματιστηρίου Παραγώγων "με το προϊόν αυτό η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. δημιουργεί μία δεξαμενή μετοχών (pool) κάτω από το όνομά της που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για δανεισμό άλλων επενδυτών που θέλουν τους τίτλους για κάλυψη ανοικτών πωλήσεων.

Στο σύστημα διαπραγματεύεται για κάθε μετοχή ένα συμβόλαιο (σειρά) stock repo. Το μέγεθος του συμβολαίου είναι 100 ή 1.000 μετοχές και εκπροσωπεί τον αριθμό των μετοχών που πωλεί ο επενδυτής στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανά συμβόλαιο".

Αρχικά έχουν εισαχθεί συμβάσεις πώλησης μετοχών με σύμφωνο επαναγοράς για τις μετοχές του δείκτη FTSE/ASE-20, του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 και του γενικού δείκτη.

Διαπραγμάτευση προϊόντος

Στο προϊόν αυτό μοναδικός αγοραστής (δανειζόμενος) είναι η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. ενώ πωλητής (δανειστής) είναι οποιοσδήποτε επενδυτής. Οι πωλητές παραδίδουν τις μετοχές τους στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με αντάλλαγμα τη συμμετοχή τους στα κέρδη από τους τόκους που θα εισπράττει η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. από τον περαιτέρω δανεισμό των μετοχών, χωρίς βέβαια να γνωρίζουν εκ των προτέρων την απόδοση αυτή.

Για κάθε μετοχή η οποία είναι διαθέσιμη προς δανεισμό και δανειοδότηση στο σύστημα συναλλαγών του Χ.Π.Α., διαπραγματεύεται ένα συμβόλαιο (σειρά) Stock Repo. Το μέγεθος του συμβολαίου εκφράζει τον αριθμό των μετοχών που δανείζει ο επενδυτής στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανά συμβόλαιο.

Κάθε πρωί, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχοντας υπολογίσει τα συνολικά, μέχρι εκείνη την ημέρα, μη διανεμηθέντα έσοδα από το προϊόν Αγοράς Τίτλων με Σύμφωνο Επαναπώλησης (Stock Reverse Repo) της συγκεκριμένης μετοχής, καθορίζει την τιμή βάση της οποίας αγοράζει (δανείζεται) τη μετοχή εκείνη την ημέρα και η οποία αποτελεί και την τιμή εκκαθάρισης της σειράς για αυτή την ημέρα. Η τιμή αυτή εκφράζει το μη διανεμηθέν έσοδο ανά δανεισμένη μετοχή σε ευρώ λεπτά πλέον 100.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. καθορίζει επίσης, ανάλογα με το ποσοστό διαθεσιμότητας μετοχών, την ποσότητα των συγκεκριμένων μετοχών που προτίθεται να δανειστεί και εισάγει στο σύστημα διαπραγμάτευσης μια εντολή αγοράς της συγκεκριμένης ποσότητας τίτλων (εκφρασμένη σε συμβόλαια) στη συγκεκριμένη τιμή. Οι επενδυτές μέσω των Μελών δίνουν εντολές πώλησης για την ποσότητα των συμβολαίων που επιθυμούν να δανείσουν (Market orders).

Έσοδα για τους επενδυτές

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μία φορά το μήνα καταβάλλει τα συσσωρευμένα έσοδα στους δανειστές των μετοχών ως εξής:

A) Για τις πράξεις που έχουν καταρτιστεί μέσα στο μήνα η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αποδίδει έσοδα (σε ευρώλεπτά) σύμφωνα με τον τύπο:

$$\frac{\text{(Τιμή τέλους μήνα - Τιμή πράξης)}}{\text{• Αριθμό συμβολαίων • Μέγεθος συμβολαίου}}$$

B) Για τις πράξεις που έχουν καταρτιστεί πριν την προηγούμενη ημέρα απόδοσης εσόδων η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αποδίδει έσοδα (σε ευρώλεπτά) σύμφωνα με τον τύπο:

$$\frac{\text{(Τιμή τέλους μήνα - 100)}}{\text{• Αριθμό συμβολαίων • Μέγεθος συμβολαίου}}$$

Επιστροφή μετοχών

Ο επενδυτής μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να ζητήσει πίσω το σύνολο ή μέρος των μετοχών που έχει δανείσει, "εξασκώντας" το συμβόλαιο που έχει πουλήσει. Οι τίτλοι επιστρέφονται στον επενδυτή (στη Μερίδα του στο Σ.Α.Τ.) την 4η εργάσιμη ημέρα από την ημέρα άσκησης και η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αποδίδει τα αναλογούντα έσοδα την επομένη εργάσιμη της άσκησης. Αντίστοιχο δικαίωμα επιστροφής των μετοχών έχει και η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Σε αυτήν τη περίπτωση η επιστροφή των μετοχών γίνεται την ίδια ημέρα ενώ η καταβολή των εσόδων γίνεται την επόμενη εργάσιμη από την ημέρα γνωστοποίησης της πρόθεσης της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π

Εταιρικές Πράξεις

Σύμφωνα με τις προδιαγραφές του προϊόντος, οι περισσότερες και πιο συχνές εταιρικές πράξεις υποστηρίζονται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Για παράδειγμα, σε περίπτωση κοπής μερίσματος, ο επενδυτής που έχει δανείσει μετοχές, πληρώνεται

από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για τα μερίσματα που δικαιούνται οι μετοχές του καθ' όλη τη διάρκεια που παραμένουν δανεισμένες στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Σε περίπτωση διανομής δωρεάν μετοχών, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θεωρεί τις νέες μετοχές που δικαιούται ο επενδυτής ως δανεισμένες και συσσωρεύει έσοδα για τις μετοχές αυτές από την ημέρα που αυτές θα διανεμηθούν από την εταιρία. Επίσης ο επενδυτής από την ημέρα διανομής των δωρεάν μετοχών δικαιούται να ασκήσει το συμβόλαιο του και να του επιστραφούν οι νέες μετοχές.

Σε περίπτωση που η Γενική Συνέλευση μιας εταιρίας αποφασίσει κάποια εταιρική πράξη που δεν υποστηρίζεται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τότε όλα τα συμβόλαια πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς της συγκεκριμένης μετοχής ασκούνται και όλες οι δανεισμένες μετοχές επιστρέφονται στους δικαιούχους. Μετά την ολοκλήρωση της εταιρικής πράξης η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θα δεχθεί μετοχές προς δανεισμό εκ νέου.

Οφέλη για τους επενδυτές

Το προϊόν αυτό είναι χρήσιμο για επενδυτές με μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Εφόσον ένας επενδυτής δεν θα χρειαστεί να ρευστοποιήσει το χαρτοφυλάκιο του, μπορεί να δανείσει τις μετοχές του στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Με τον τρόπο αυτό, αφενός αποκομίζει τυχόν έσοδα από τα μερίσματα των μετοχών, αφετέρου δε αποκομίζει κάποιο έσοδο από το ίδιο το προϊόν.

Εξάλλου, για το διάστημα που οι μετοχές παραμένουν δανεισμένες, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. τις αποτιμά με βάση ένα ποσοστό της ημερήσιας αξίας τους, ενώ παράλληλα το ποσό αυτό αφαιρείται από το περιθώριο ασφάλισης που προκύπτει από άλλες θέσεις του επενδυτή σε παράγωγα. Έτσι ο επενδυτής, έχοντας δανεισμένο στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, μπορεί να κάνει πράξεις στα παράγωγα, μέχρι κάποιο όριο, χωρίς να απαιτείται περιθώριο ασφάλισης σε ρευστά διαθέσιμα.

Παράδειγμα χρήσης προϊόντος Stock Repo

Ένας επενδυτής διαθέτει προς δανεισμό 1.000 μετοχές Εθνικής (ΕΤΕ) και δίνει εντολή στο Μέλος του ΧΠΑ να συνάψει συμβόλαιο πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς προκειμένου να δανείσει τις μετοχές αυτές στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχει εισάγει στο σύστημα διαπραγμάτευσης μία εντολή αγοράς 500 συμβολαίων Stock Repo στην τιμή 102,50. Η τιμή αυτή εκφράζει το έσοδο σε ευρώλεπτά που αναλογεί και δεν έχει ακόμα αποδοθεί για κάθε μία μετοχή ΕΤΕ που έχει δανειστεί η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. συν 100 ευρώλεπτά. Δηλαδή σε κάθε μία μετοχή αναλογεί έσοδο 2,50 ευρώλεπτών.

Το Μέλος του Χ.Π.Α. εκτελώντας την εντολή του επενδυτή πωλεί για λογαριασμό του 10 συμβόλαια στη τιμή που αγοράζει η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Κάθε συμβόλαιο αντιστοιχεί σε 100 μετοχές ΕΤΕ και την ίδια ημέρα η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παραλαμβάνει τις 1.000 μετοχές που αντιστοιχούν στα 10 συμβόλαια. Ο επενδυτής για τη συναλλαγή του αυτή παραλαμβάνει από το Μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. το αντίστοιχο πινακίδιο συναλλαγής στο οποίο αναφέρεται ο αριθμός των συμβολαίων που πούλησε, η τιμή της πώλησης καθώς και την ποσότητα των μετοχών που δάνεισε στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Την επόμενη ημέρα η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχει προσδιορίσει τη νέα ημερήσια τιμή η οποία και ανακοινώνεται στον τύπο το απόγευμα της ίδιας ημέρας (έστω 102,81). Αυτό σημαίνει ότι για τον επενδυτή του παραδείγματος έχει λογιστεί έσοδο για τη συγκεκριμένη ημέρα 0,31 ευρώλεπτών $(102,81 - 102,50)$ ανά μετοχή που έχει δανείσει.

Στο τέλος του μήνα η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αποδίδει στον επενδυτή το έσοδο που αναλογεί στις μετοχές που έχει δανείσει με βάση την ημερήσια τιμή που έχει υπολογιστεί για τη τελευταία εργάσιμη του μήνα. Έστω ότι η τιμή αυτή είναι 105,10. Ο επενδυτής μέσω του Μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θα εισπράξει από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. $(105,10 - 102,50) \times 1.000 = 2.600$ ευρώλεπτά = 26 EURO. Η ημερήσια τιμή της επομένης, μετά την πληρωμή, ημέρας δεν θα περιλαμβάνει τα έσοδα που έχουν διανεμηθεί.

Έστω τώρα ότι ο επενδυτής επιθυμεί να του επιστραφούν 800 από τις μετοχές που έχει δανείσει. Το Μέλος του Χ.Π.Α., για λογαριασμό του επενδυτή προβαίνει στη δήλωση εξάσκησης του δικαιώματος επαναγοράς για 8 συμβόλαια. Έστω ότι η ημερήσια τιμή την ημέρα εξάσκησης είναι 103,70. Ο επενδυτής θα εισπράξει μέσω του Μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. $(103,7-100) \times 800$ ευρώλεπτά = 29,60 EURO.

Ο επενδυτής θα παραλάβει από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. τις 800 μετοχές την 4η εργάσιμη από την ημέρα εξάσκησης ενώ για τις υπόλοιπες 200 μετοχές εξακολουθούν να λογίζονται έσοδα που θα αποδοθούν στο τέλος του μήνα σύμφωνα με την αντίστοιχη ημερήσια τιμή (έστω 106,20). Τα έσοδα αυτά είναι $(106,20-100) \times 200$ ευρώλεπτά = 12,40 EURO.

ΑΓΟΡΑ ΤΙΤΛΩΝ ΜΕ ΣΥΜΦΩΝΟ ΕΠΑΝΑΠΩΛΗΣΗΣ (STOCK REVERSE REPO)

Τι είναι η Σύμβαση αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης (Stock Reverse Repo):

Στο προϊόν αυτό αγοραστές (δανειζόμενοι) είναι επενδυτές που διαθέτουν λογαριασμό παραγώγων στο Χ.Π.Α. και μοναδικός πωλητής (δανειστής) είναι η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Σύμφωνα με το ενημερωτικό δελτίο (2001) του Χρηματιστηρίου Παραγώγων "με το προϊόν αυτό η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. χρησιμοποιεί τις μετοχές του pool για το δανεισμό επενδυτών που θέλουν τους τίτλους για κάλυψη ανοιχτών πωλήσεων.

Στο σύστημα διαπραγματεύεται για κάθε μετοχή ένα συμβόλαιο (σειρά) stock reverse repo. Το μέγεθος του συμβολαίου είναι 100 ή 1.000 μετοχές και εκπροσωπεί τον αριθμό των μετοχών που πωλεί (δανείζει) η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. και αγοράζει (δανείζεται) ο επενδυτής ανά συμβόλαιο. Η μέγιστη διάρκεια του συμβολαίου είναι 6 μήνες από την ημέρα συναλλαγής."

Αρχικά έχουν εισαχθεί συμβάσεις αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης για τις μετοχές του δείκτη FTSE/ASE-20, του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 και του γενικού δείκτη.

Διαπραγμάτευση προϊόντος

Για κάθε μετοχή που είναι διαθέσιμη προς δανεισμό και δανειοδότηση διαπραγματεύεται στο σύστημα ένα συμβόλαιο (σειρά) Stock Reverse Repo. Το μέγεθος του συμβολαίου εκφράζει τον αριθμό των μετοχών που δανείζεται ο επενδυτής από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανά συμβόλαιο.

Η μέγιστη διάρκεια του συμβολαίου είναι 6 μήνες από την ημέρα συναλλαγής. Η τιμή διαπραγμάτευσης εκφράζει ετησιοποιημένο επιτόκιο δανεισμού.

Με βάση τις διαθέσιμες προς δανεισμό μετοχές, κάθε πρωί η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. καθορίζει τις ποσότητες και τις αντίστοιχες τιμές των συμβολαίων που προτίθεται να δανείσει. Με τα στοιχεία αυτά η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. εισάγει στο σύστημα διαπραγμάτευσης εντολές πώλησης συγκεκριμένων ποσοτήτων μετοχών (εκφρασμένο σε συμβόλαια) σε συγκεκριμένες τιμές (επιτόκια). Οι επενδυτές μέσω των Μελών δίνουν εντολές αγοράς για την ποσότητα των συμβολαίων που επιθυμούν να δανειστούν (Market orders).

Κόστος Δανεισμού για τον επενδυτή

Ο αγοραστής προκαταβάλλει στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. καθημερινά τον ημερήσιο τόκο που αναλογεί για το δανεισμό των μετοχών σύμφωνα με το τύπο:

$$\frac{\text{(Τιμή κλεισίματος μετοχής την προηγούμενη της ημέρας συναλλαγής)} \cdot \text{Αριθμό συμβολαίων} \cdot \text{Μέγεθος συμβολαίου} \cdot \text{Αριθμό Ημερών} \cdot \text{Τιμή πράξης} / 36000}$$

Ο αριθμός ημερών είναι οι ημερολογιακές ημέρες που μεσολαβούν μεταξύ της επόμενης εργάσιμης ημέρας και της ημέρας υπολογισμού.

Επιστροφή μετοχών στον επενδυτή

Ο επενδυτής μπορεί οποιαδήποτε στιγμή να επιστρέψει πίσω το σύνολο ή μέρος των μετοχών που έχει δανειστεί "εξασκώντας" το συμβόλαιο που έχει

αγοράσει. Οι τίτλοι επιστρέφονται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. την ίδια ημέρα. Αντίστοιχο δικαίωμα απαίτησης επιστροφής των μετοχών έχει και η ΕΤΕΣΕΠ. Σε αυτή τη περίπτωση η επιστροφή των μετοχών γίνεται την 4η εργάσιμη ημέρα και ο αγοραστής υποχρεούται να προκαταβάλει τον τόκο που αναλογεί μέχρι την επιστροφή των μετοχών.

Εταιρικές Πράξεις

Σύμφωνα με τις προδιαγραφές του προϊόντος, οι περισσότερες και πιο συχνές εταιρικές πράξεις υποστηρίζονται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Οι επενδυτές που έχουν δανειστεί μετοχές υποχρεούνται να καταβάλλουν στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. τυχόν μερίσματα που πληρώθηκαν από την εταιρία πριν την επιστροφή των δανεισμένων μετοχών.

Σε περίπτωση διανομής δωρεάν μετοχών, ο τόκος που υποχρεούνται οι επενδυτές να καταβάλλουν επιμερίζεται σύμφωνα με τον αριθμό των παλαιών και νέων μετοχών και οι επενδυτές δικαιούνται ανά πάσα στιγμή να επιστρέψουν το σύνολο ή μέρος είτε των παλαιών είτε των νέων μετοχών. Επίσης η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δεν ζητά την επιστροφή των νέων μετοχών πριν την ημέρα διανομής των δωρεάν μετοχών.

Σε περίπτωση που η Γενική Συνέλευση μιας εταιρίας αποφασίσει κάποια εταιρική πράξη που δεν υποστηρίζεται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τότε όλα τα συμβόλαια πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς της συγκεκριμένης μετοχής ασκούνται και όλες οι δανεισμένες μετοχές επιστρέφονται στους δικαιούχους. Μετά την ολοκλήρωση της εταιρικής πράξης η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θα δεχθεί μετοχές προς δανεισμό εκ νέου.

Περιθώριο Ασφάλισης

Οι επενδυτές που διατηρούν θέσεις δανεισμού μετοχών υποχρεούνται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. να καταβάλλουν αντίστοιχο Περιθώριο Ασφάλισης. Το ποσό περιθωρίου ασφάλισης υπολογίζεται καθημερινά με βάση τις τιμές κλεισίματος των μετοχών που έχουν δανειστεί οι επενδυτές στην αγορά του Χ.Α.Α.

Χρήσεις του προϊόντος

Οι επενδυτές χρησιμοποιούν το προϊόν Αγοράς Τίτλων με Σύμφωνο Επαναπώλησης (Stock Reverse Repos) για την κάλυψη ανοιχτών πωλήσεων και υποχρεώσεων παράδοσης τίτλων που προκύπτουν από παράγωγα προϊόντα ή άλλες ανάγκες.

Ανοιχτές πωλήσεις διενεργούνται συνήθως κερδοσκοπικά με την έννοια ότι ο επενδυτής προσδοκά την πτώση της τιμής μιας μετοχής και την πουλάει ανοιχτά ώστε να την αγοράσει αργότερα φθηνότερα. Χρησιμοποιούνται όμως και αντισταθμιστικά με την έννοια ότι ο επενδυτής που έχει ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών, πουλάει ανοιχτά μία ή περισσότερες άλλες μετοχές ώστε να περιορίσει την έκθεση του στο συστηματικό κίνδυνο της αγοράς. Τέλος οι ανοιχτές πωλήσεις χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με παράγωγα προϊόντα για την διενέργεια εξισορροπητικής αγοραπωλησίας (arbitrage) σε περιπτώσεις απόκλισης των τιμών των παραγώγων από τις θεωρητικές τους τιμές.

Το προϊόν χρησιμοποιείται επίσης σε περιπτώσεις που ένας επενδυτής έχει υποχρέωση να παραδώσει τίτλους τους οποίους δεν θέλει να αγοράσει στην αγορά αξιών. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής μπορεί να έχει θέση πώλησης σε ένα Δικαίωμα Αγοράς σε μία συγκεκριμένη μετοχή και το δικαίωμα αυτό να εξασκηθεί. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής χρειάζεται να παραδώσει τίτλους της μετοχής αυτής τους οποίους αντί να αγοράσει στην υποκείμενη αγορά, μπορεί να δανειστεί μέσω του προϊόντος Αγοράς Τίτλων με Σύμφωνο Επαναπώλησης.

Παράδειγμα χρήσης προϊόντος Stock Reverse Repo

Ένας επενδυτής προτίθεται να πουλήσει ανοιχτά 1.000 μετοχές ΕΤΕ και δίνει εντολή στο Μέλος του Χ.Π.Α. να συνάψει συμβόλαιο αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης προκειμένου να δανειστεί τις μετοχές αυτές από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Έστω ότι η ΕΤΕ έκλεισε στο Χ.Α.Α. την προηγούμενη ημέρα στα 40 EURO.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχει εισάγει στο σύστημα διαπραγμάτευσης εντολές πώλησης 100 συμβολαίων Stock Reverse Repo σε διάφορες τιμές. Έστω ότι διαθέτει 8

συμβόλαια στην τιμή 1,20 και άλλα 15 στην τιμή 1,30. Οι τιμές αυτές εκφράζουν το ετήσιο επιτόκιο στο οποίο οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν τα αντίστοιχα συμβόλαια από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Το Μέλος του Χ.Π.Α. εκτελώντας την εντολή του επενδυτή αγοράζει για λογαριασμό τα 8 συμβόλαια στη τιμή 1,20 και τα υπόλοιπα 2 στην τιμή 1,30. Κάθε συμβόλαιο αντιστοιχεί σε 100 μετοχές ΕΤΕ και την ίδια ημέρα η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. παραδίδει στον επενδυτή 1.000 μετοχές που αντιστοιχούν στα 10 συμβόλαια. Ο επενδυτής για τη συναλλαγή του αυτή παραλαμβάνει από το Μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. το αντίστοιχο πλακίδιο συναλλαγής στο οποίο αναφέρεται ο αριθμός των συμβολαίων που αγόρασε στις αντίστοιχες τιμές καθώς και την ποσότητα των μετοχών που δανείστηκε από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Την επόμενη ημέρα ο επενδυτής, μέσω του Μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., καταβάλει τον τόκο μίας ημέρας που αντιστοιχεί στην ποσότητα και τα επιτόκια που δανείστηκε με βάση την τιμή της ΕΤΕ την προηγούμενη της ημέρας δανεισμού, δηλαδή τα 40 EURO.

Ο τόκος αυτός είναι:

$$8 \times 100 \times 40 \times 1,20\% / 360 + 2 \times 100 \times 40 \times 1,30\% / 360 = 1,36 \text{ EURO.}$$

Το ποσό αυτό πληρώνεται καθημερινά από τον επενδυτή εκτός αν προηγούνται μη εργάσιμες ημέρες, οπότε πληρώνει τον τόκο για όλες τις ημερολογιακές ημέρες από την τελευταία ημέρα πληρωμής.

Για παράδειγμα, κάθε Δευτέρα για την οποία η προηγούμενη Παρασκευή ήταν εργάσιμη θα καταβάλλει τόκο $3 \times 1,36 = 4,08 \text{ EURO}$

Έστω τώρα ότι ο επενδυτής επιθυμεί να επιστρέψει 600 από τις μετοχές που έχει δανειστεί. Το Μέλος του Χ.Π.Α., για λογαριασμό του επενδυτή προβαίνει στη δήλωση εξάσκησης του δικαιώματος επαναπώλησης για 6 συμβόλαια. Προφανώς θα προτιμηθεί να εξασκηθούν τα 2 συμβόλαια με το υψηλό επιτόκιο ενώ θα εξασκηθούν 4 ακόμα από τα υπόλοιπα συμβόλαια. Την ίδια ημέρα ο επενδυτής θα παραδώσει στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. 600 μετοχές ΕΤΕ και από εκείνη την ημέρα ο ημερήσιος τόκος που θα πληρώνει θα είναι $4 \times 100 \times 40 \times 1,20\% / 360 = 0,53 \text{ EURO}$.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ποιες είναι οι ωφέλειες για τους επενδυτές από τη χρήση των παράγωγων προϊόντων

- Τα Δικαιώματα και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, επιτρέπουν γενικά σε επενδυτές, να επιδιώξουν βραχυπρόθεσμους στόχους, παρόμοιους με αυτούς που επιδιώκονται με την αγορά μετοχών αλλά με τη δέσμευση λιγότερων κεφαλαίων.
- Τα Δικαιώματα και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επιτρέπουν την αντιστάθμιση του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου τίτλων απέναντι σε πιθανές απώλειες τιμών και έτσι, για παράδειγμα μπορεί να «κλειδώσει» ένας επενδυτής κέρδη τα οποία δεν έχουν ακόμη υλοποιηθεί. Αυτή η στρατηγική μπορεί να εφαρμοστεί όχι μόνο σε μεμονωμένες μετοχές, αλλά μέσω Δικαιωμάτων και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη για επενδυτές που κατέχουν κάποιο χαρτοφυλάκιο.
- Τα Δικαιώματα και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης δίνουν επίσης την ευκαιρία να κερδίσει κάποιος, ειδικευόμενος μία τάση της αγοράς - ακόμη και σε περιόδους πτώσης ή στασιμότητας των τιμών - ανάλογα με τη στρατηγική που θα επιλέξει.
- Στην περίπτωση των Δικαιωμάτων και των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης που συναλλάσσονται στα χρηματιστήρια, θέσεις που λαμβάνονται μπορούν να ρευστοποιηθούν και τα κέρδη ή οι ζημιές να υλοποιηθούν οποιαδήποτε στιγμή.
- Η αγορά Δικαιωμάτων εμπεριέχει ένα σχετικά χαμηλό και συγκεκριμένο κίνδυνο ο οποίος δεν ξεπερνά το τίμημα που συμφωνείται να πληρωθεί. Κάποιος θα ασκήσει το δικαίωμα που συνοδεύει ένα Δικαίωμα αγοράς ή πώλησης μόνο αν μπορεί να αποκομίσει κέρδος κάνοντάς το. Πριν τη λήξη του Δικαιώματος, ο αγοραστής είτε ο πωλητής μπορούν να κλείσουν τη θέση τους είτε για να κλειδώσουν σε κέρδη είτε αντίστοιχα για να περιορίσουν πιθανή ζημία τους.
- Ακόμη και μικρές αλλαγές στις τιμές μίας μεμονωμένης μετοχής ή ενός δείκτη, μπορούν να προκαλέσουν σημαντικές αλλαγές στην αξία των Δικαιωμάτων. Για τον κάτοχο του Δικαιώματος, η μόχλευση δικαιώματος υπονοεί ότι με τις "κατάλληλες τάσεις της αγοράς τα κέρδη θα αυξηθούν πολύ γρήγορα, ενώ οι ζημιές σε κάθε περίπτωση παραμένουν περιορισμένες στο τίμημα (premium) του Δικαιώματος.

- Για τον πωλητή του Δικαιώματος η μόχλευση δικαιώματος αυξάνει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής, ο οποίος έναντι του τιμήματος του Δικαιώματος που εισπράττει μπορεί να βρεθεί με ζημία πολλαπλάσια του αρχικού εσόδου ανάλογα με τις νέες συνθήκες της αγοράς.
- Στην περίπτωση μεγάλων και αποτελεσματικά δομημένων επενδυτικών χαρτοφυλακίων σε μετοχές και σε ομόλογα, τα Δικαιώματα και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης αποτελούν τα μέσα για την ευέλικτη διαφοροποίηση του κινδύνου, χωρίς να απαιτείται ανασύνθεση του χαρτοφυλακίου. Ανάλογα με την εκτίμηση του επενδυτή για την τάση στην αγορά, επιλέγει μία συγκεκριμένη συναλλαγή αντιστάθμισης κινδύνου στην αγορά παραγώγων για να μειώσει τον κίνδυνο στο επίπεδο στο οποίο επιθυμεί. Από την άλλη πλευρά, ο επενδυτής μπορεί να αυξήσει στο επιθυμητό επίπεδο τον κίνδυνο και τη θέση του στην αγορά αν περιμένει άνοδο για να επιτύχει μοχλευμένες αποδόσεις.

Σε κάθε συναλλαγή, η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. λειτουργεί ως αντισυμβαλλόμενος, παρέχοντας την εγγύηση ότι οι υποχρεώσεις από τις συναλλαγές θα εκπληρωθούν. Συμπερασματικά, η στρατηγική που επιλέγεται εξαρτάται πλήρως από τον επενδυτή και τη θέση του ως προς τον επενδυτικό κίνδυνο (risk-aversion).

Συνοπτικά μπορούμε να πούμε ότι τα Σ.Μ.Ε. και τα Δικαιώματα προσφέρουν τα εξής πλεονεκτήματα:

- Δυνατότητα για εκμετάλλευση όλων των τάσεων της αγοράς
- Άμεση ρευστοποίηση θέσεων
- Δέσμευση μικρότερων αρχικών κεφαλαίων
- Δυνατότητα μόχλευσης της θέσης στο βαθμό που επιθυμεί ο επενδυτής
- Δυνατότητα αντιστάθμισης κινδύνων αν υπάρχει θέση σε μετοχές
- Διαφοροποίηση κινδύνων με κατάλληλη επιλογή προϊόντων
- Εγγύηση από την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. ότι οι υποχρεώσεις του διακανονισμού θα εκπληρωθούν
- Ταχύτητα, απλούστευση και χαμηλότερο κόστος προμηθειών των συναλλαγών
- Συμμετοχή σε άνοδο ή πτώση της αγοράς με μία μόνο συναλλαγή, χωρίς να χρειάζεται η επιλογή συγκεκριμένων μετοχών

- Προστασία μέρους ή όλης της αξίας των χαρτοφυλακίων των επενδυτών στην περίπτωση μιας πτωτικής αγοράς
- Επαρκή διασπορά του ειδικού κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο των μετοχών που αντιπροσωπεύουν οι δύο δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40
- Μεγάλη ρευστότητα στις συναλλαγές λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων και της ύπαρξης των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β
- Μικρότερα ανοίγματα τιμών σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης αγοράς

Τέλος, ανάλογα με το επιθυμητό επίπεδο κινδύνου ο επενδυτής αναζητά τις αντίστοιχες αποδόσεις. Επομένως, επενδυτές που επιζητούν υψηλές αποδόσεις θα πρέπει πάντα να έχουν υπόψη τους ότι αναλαμβάνουν και μεγαλύτερους κινδύνους για ζημία. Για τους επενδυτές που θέλουν να κάνουν χρήση των παραγώγων θεωρείται απαραίτητη η συμβουλή κάποιου πιστοποιημένου στελέχους από τις εταιρίες-Μέλη του Χ.Π.Α.

2^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΑΓΟΡΑ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

(Χ.Π.Α. – ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. – ΑΝΟΙΓΜΑ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ)

Ομοιότητες και διαφορές μεταξύ τρέχουσας αγοράς (Χ.Α.Α.) και αγοράς παραγώγων (Χ.Π.Α.)

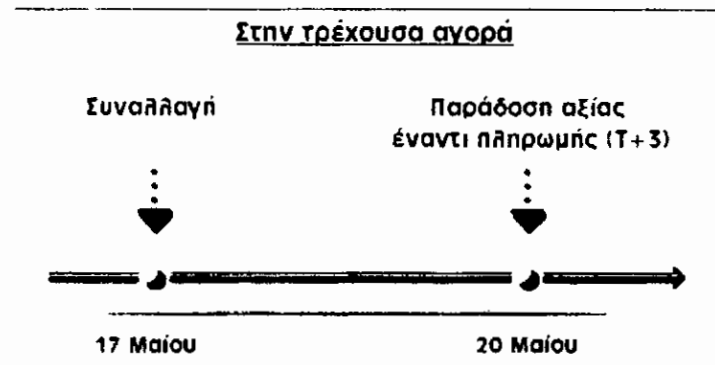
Πίνακας 2.1. Ομοιότητες – Διαφορές (Χ.Α.Α.-Χ.Π.Α.)

	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών	Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
Τι διαπραγματεύονται:	Μετοχές	Παράγωγα προϊόντα τα οποία βασίζονται σε μετοχές ή δείκτες του Χ.Α.Α.
Εκκαθάριση συναλλαγών	Τρεις εργάσιμες ημέρες μετά τη συναλλαγή (T + 3)	Την επόμενη εργάσιμη ημέρα (T + 1)
Πιστωτικός κίνδυνος	Καθενός από τους συμβαλλόμενους	Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.)
Κεφάλαιο που πρέπει να καταβληθεί για αγορά	<u>Όλη η αξία</u> Πρέπει να καταβληθεί το σύνολο του κεφαλαίου που απαιτείται για την αγορά των μετοχών	<u>Μέρος του κεφαλαίου</u> Απαιτείται μόνο ένα μικρό κεφάλαιο για την αγορά ενός συμβολαίου (αντιστοιχεί στο περιθώριο ασφάλισης για την εξασφάλιση από πιθανές ζημιές)

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

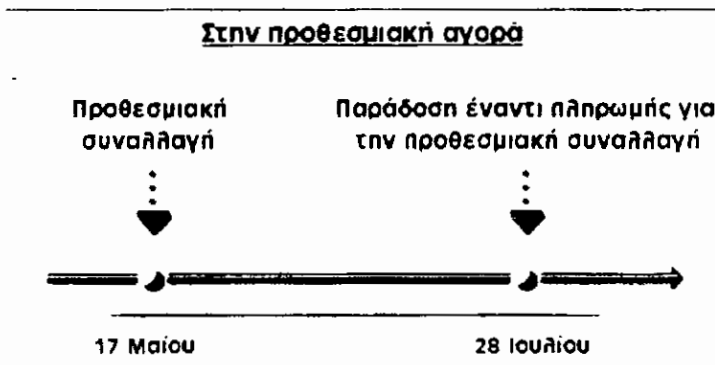
Μία τρέχουσα συναλλαγή αναφέρεται στην αγορά ή την πώληση ενός προϊόντος (όπως για παράδειγμα μίας μετοχής) η οποία συνεπάγεται παράδοση έναντι πληρωμής σχεδόν άμεσα. Η αγορά στην οποία διακανονίζονται τέτοιες συναλλαγές ονομάζεται τρέχουσα αγορά. Παράδειγμα μίας τέτοιας αγοράς είναι η αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στην οποία η παράδοση και η πληρωμή των αξιών λαμβάνει χώρα άμεσα, με την ολοκλήρωση της συναλλαγής, την ημέρα εκκαθάρισης.

Σχήμα 2.2



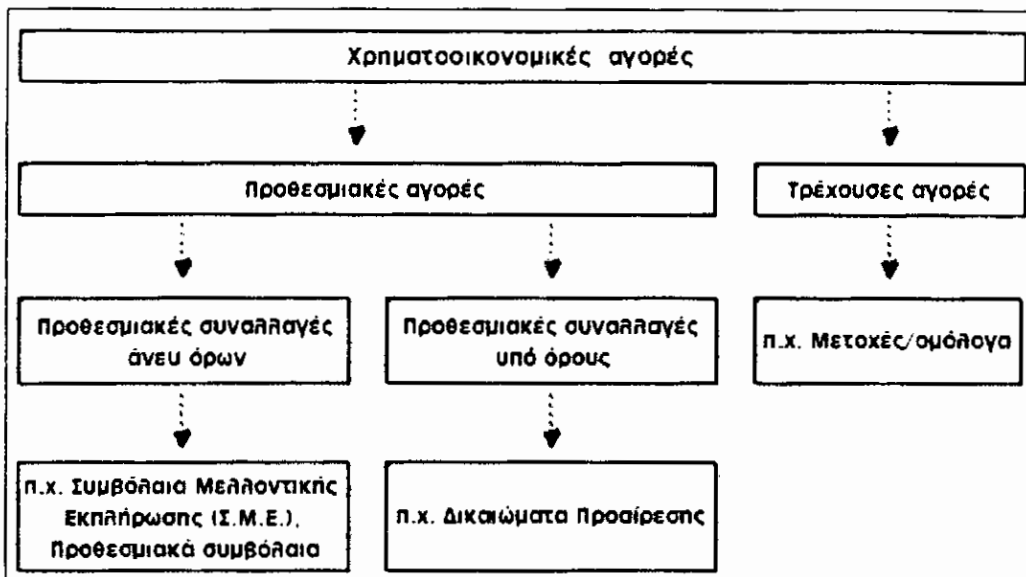
Μία προθεσμιακή συναλλαγή αναφέρεται στην αγορά ή την πώληση ενός προϊόντος για το οποίο η παράδοση και η πληρωμή δεν είναι άμεση αλλά συμφωνούνται για μία συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή. Η αγορά στην οποία συμφωνούνται τέτοιου είδους συναλλαγές ονομάζεται προθεσμιακή αγορά.

Σχήμα 2.3



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

Σχήμα 2.4 Χρηματοοικονομικές Αγορές



Διαφορές μεταξύ εξωχρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων (OTC- Over the Counter) και Οργανωμένης Αγοράς Παραγώγων (Χ.Π.Α)

Πίνακας 2.5 Διαφορές Εξωχρηματιστηριακής Αγοράς και Χ.Π.Α.

	Εξωχρηματιστηριακή Αγορά (OTC)	Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών
Είδος συμβολαίου	Ποικίληται	Τυποποιημένο
Εκπλήρωση	50-100%	Μόνο 2-5%
Τρόπος συναλλαγής	Εξωχρηματιστηριακά	Στο Χ.Π.Α
Πιστωτικός κίνδυνος	Καθένας από τους δύο συμβαλλόμενους	ΕΤ Ε.Σ.Ε.Π
Ρευστότητα	Χαμηλή	Υψηλή
Χρηματοροές	Κατα την παράδοση	Καθημερινός διακανονισμός

Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Η διαφορά μεταξύ των παραγώγων που συναλλάσσονται εξωχρηματιστηριακά (OTC) και των παραγώγων που συναλλάσσονται εντός ενός οργανωμένου Χρηματιστηρίου έχει κυρίως να κάνει με την ασφάλεια των επενδύσεων και την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των συναλλασσομένων.

Οι συναλλαγές στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα δεν συνδέονται με μία οργανωμένη δομή στην οποία η προσφορά και η ζήτηση συγκεντρώνονται σε ένα κεντρικό σύστημα (ή χώρο) συναλλαγών. Οι τιμές δεν διαμορφώνονται με βάση την προσφορά και τη ζήτηση, αλλά είναι αποτέλεσμα διαβουλεύσεων μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων. Αποτέλεσμα αυτών των συναλλαγών είναι ο πιστωτικός κίνδυνος να αναλαμβάνεται από τους συμβαλλόμενους.

Από την άλλη πλευρά, σε μία οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά (Χρηματιστήριο Παραγώγων) τα παράγωγα προϊόντα (exchange traded derivatives) έχουν προκαθορισμένα και τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Αυτό σημαίνει ότι όλοι οι συμμετέχοντες στην αγορά διαπραγματεύονται με ίσους όρους κατέχοντας την ίδια πληροφορία. Η παράδοση και η πληρωμή αυτών των προϊόντων (δηλαδή η εκκαθάριση των συναλλαγών) γίνεται μέσω ενός κεντρικού εκκαθαριστικού οίκου ο οποίος και αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο εκκαθαριστικός οίκος παρεμβαίνει δηλαδή μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή και κατά συνέπεια εγγυάται την εκτέλεση του συμβολαίου απαλλάσσοντας τους αντισυμβαλλόμενους από τον πιστωτικό κίνδυνο.

Έτσι σε μία οργανωμένη αγορά παραγώγων η προσοχή των συναλλασσομένων δεν χρειάζεται να εστιάζεται σε τίποτε άλλο εκτός από την επενδυτική τους στρατηγική.

Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών το ρόλο του εκκαθαριστικού οίκου έχει αναλάβει η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.).

Πότε και γιατί δημιουργήθηκε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.)

Τα πρώτα Χρηματιστήρια Παραγώγων ιδρύθηκαν το 1973 στο Σικάγο. Το Chicago Board of Trade και το Chicago Mercantile Exchange ήταν εκείνα που αποτέλεσαν την αφετηρία αυτού του τομέα των συναλλαγών. Τα περισσότερα από τα σημερινά Χρηματιστήρια Παραγώγων ιδρύθηκαν μέσα στις δεκαετίες του '80 και του '90.

Τα τελευταία 15 χρόνια οι οργανωμένες αγορές παραγώγων έχουν αυξηθεί, αποτέλεσμα μίας τάσης η οποία άρχισε στις Η.Π.Α. και εξαπλώθηκε πολύ γρήγορα σε όλη

την Ευρώπη. Σήμερα υπάρχουν Χρηματιστήρια Παραγωγών σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης.

Οι έντονες διακυμάνσεις των τιμών που παρατηρήθηκαν στις χρηματοοικονομικές αγορές από τη δεκαετία του 1970 και συνεχίζουν να παρατηρούνται έως και σήμερα, έκαναν εντονότερη τη ζήτηση των επενδυτών για οργανωμένες συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα, αγορές οι οποίες θα είχαν την εμπιστοσύνη της αγοράς, των εποπτικών αρχών και των επενδυτών.

Αυτό ακριβώς το κενό ήρθε να καλύψει η ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγωγών Αθηνών και στην Ελλάδα. Τώρα, Έλληνες και ξένοι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των επενδύσεων τους στη χρηματαγορά χρησιμοποιώντας τυποποιημένα και διαφανή χρηματοοικονομικά εργαλεία, με διαφανείς διαδικασίες συναλλαγών, και το πιο σημαντικό, με ίσους όρους. Οι επενδυτές ανάλογα με τον κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν παίρνουν θέσεις σε παράγωγα προϊόντα επιδιώκοντας τις ανάλογες αποδόσεις.

Κριτήρια με βάση τα οποία ξεκίνησε το Χρηματιστήριο Παραγωγών Αθηνών

Όπως και σε άλλες χώρες, έτσι και στην Ελλάδα, η οργανωμένη αγορά παραγωγών προέκυψε ως αποτέλεσμα της ωρίμανσης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και της οικονομίας γενικότερα.

Για να λειτουργήσει αλλά και να επιτύχει μία αγορά χρηματοοικονομικών παραγωγών προϊόντων σε μία χώρα, πρέπει να εκτιμηθούν μία σειρά από παράγοντες που προσδιορίζουν την ετοιμότητα της κεφαλαιαγοράς της.

- Πρώτον, θεωρείται απαραίτητο ο λόγος της αξίας συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση (turnover ratio) να είναι τουλάχιστον 25% για τα τρία τελευταία χρόνια πριν το ξεκίνημα της λειτουργίας της αγοράς παραγωγών.

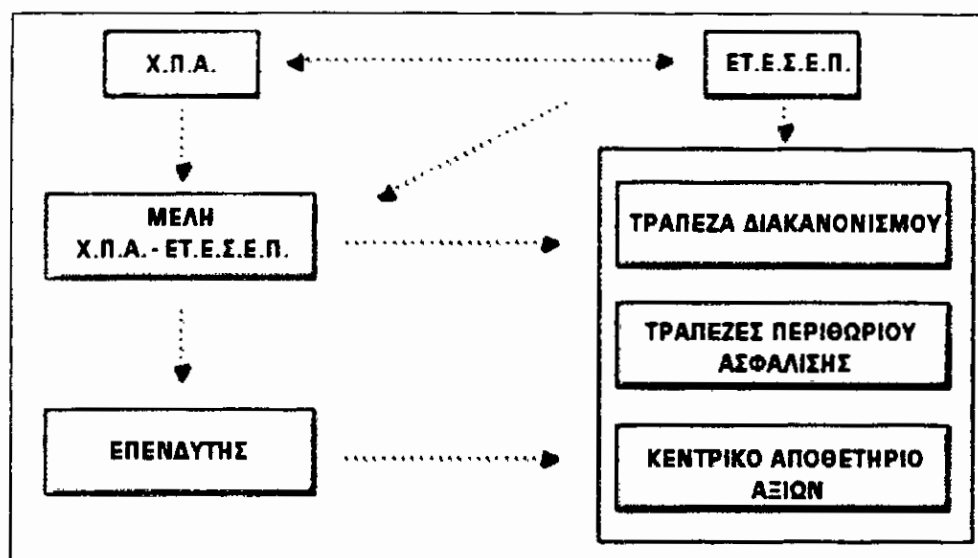
- Δεύτερον, η συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς πρέπει να έχει ξεπεράσει τα 20 δισ. δολάρια, ώστε να έχει δημιουργηθεί το αναγκαίο βάθος που θα προσελκύσει το ενδιαφέρον των τοπικών και ξένων επενδυτών και,
- Τρίτον, ο λόγος της κεφαλαιοποίησης προς το Α.Ε.Π. να είναι αυξανόμενος, ώστε να προδιαγράφεται μία τάση αύξησης των επενδύσεων στην αγορά αξιών.

Τα αντίστοιχα στοιχεία όσον αφορά την ελληνική οικονομία για το έτος 1998 (έτος ίδρυσης του Χ.Π.Α.) ήταν:

- Ο λόγος της αξίας των συναλλαγών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση ήταν μεγαλύτερος από 30% ήδη από το 1994, ενώ το 1998 έφτασε το 62%.
- Ακολουθώντας, η συνολική κεφαλαιοποίηση είχε διαμορφωθεί από το 1996 σε επίπεδο υψηλότερο των δισ. δολαρίων, φθάνοντας τα 81 δισ. δολάρια το 1998.
- Τέλος, ο λόγος κεφαλαιοποίησης προς Α.Ε.Π. συνεχώς αυξανόμενος από το 1996, το 1998 διπλασιάστηκε έναντι του 1997.

Δεδομένου ότι οι παραπάνω παράγοντες θεωρούνταν καθοριστικοί, η ελληνική κεφαλαιαγορά αποδείχτηκε έτοιμη να δεχθεί την ένταξη μιας αγοράς χρηματοοικονομικών παράγωγων προϊόντων. Έτσι τον Απρίλιο του 1998 ιδρύθηκαν το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων ως αυτόνομες ανώνυμες εταιρίες βάσει του ν. 2533/1997 στον οποίο και καθορίστηκε το πλαίσιο λειτουργίας τους.

Πίνακας 2.6 Δομή της Ελληνικής Αγοράς Παραγώγων



Πηγή: Υλικό Σεμιναρίου (1999)

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Σκοπός και λειτουργία

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρίας. Σκοπός του Χ.Π.Α. είναι η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Τα παράγωγα προϊόντα και τα χαρακτηριστικά τους, που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χ.Π.Α., ορίζονται με σχετική απόφαση του Διοικητικού του Συμβουλίου και με τη σύμφωνη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.).

Ο νόμος 2533/97 καθορίζει το πλαίσιο λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν τα Μέλη, καθώς και ότι τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως προς τις νομοθετικές διατάξεις περί κεφαλαιαγοράς, τον ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Η απευθείας πρόσβαση στο Χ.Π.Α. και στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., περιορίζεται σε εκείνους τους οργανισμούς που έχουν γίνει αποδεκτοί ως Μέλη, εφόσον πληρούν τις νομικές προϋποθέσεις και έχουν προσκομίσει τα απαιτούμενα στοιχεία για την αίτηση Μέλους.

Το μετοχικό κεφάλαιο του Χ.Π.Α. ανέρχεται σε 3 δισ. δραχμές. Οι μέτοχοι του Χ.Π.Α. είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ποσοστό 35,46% στο Χ.Π.Α., τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με συμμετοχή 27,50%, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών με 13,67%, χρηματιστηριακές εταιρίες-μέλη του Χ.Α.Α. με ποσοστό 14% στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., θεσμικοί επενδυτές με 9,37%.

Σημειώνεται ότι από τον Ιανουάριο του 2001 το Χ.Α.Α., η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και το Χ.Π.Α. συμμετέχουν στον όμιλο εταιριών με την επωνυμία Ελληνικά Χρηματιστήρια.

Οργανωτική δομή

Με βάση το σκοπό της λειτουργίας του, οι εργασίες του Χ.Π.Α., από την πρώτη στιγμή της λειτουργίας του, έχουν οργανωθεί σε δύο κύριους άξονες: ο πρώτος αφορά στην ανάπτυξη εργασιών, όπου δραστηριοποιείται η Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών με τα Τμήματα Μάρκετινγκ, Πωλήσεων και Έρευνας & Ανάπτυξης, ενώ ο δεύτερος αφορά στη διεξαγωγή των συναλλαγών, όπου δραστηριοποιείται η Διεύθυνση Διεξαγωγής Συναλλαγών με τα Τμήματα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών και Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών.

Η ομαλή και απρόσκοπτη διεξαγωγή των συναλλαγών στο Χ.Π.Α., αποτελεί έναν από τους πλέον κρίσιμους παράγοντες για την επιτυχία των παραγωγών προϊόντων στην ελληνική αγορά. Γι' αυτό το Χ.Π.Α. έχει δώσει ιδιαίτερη σημασία στη στελέχωση και τη συνολική οργάνωση της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών.

Πιο αναλυτικά, σκοπός του Τμήματος Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών είναι η υποστήριξη των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στην αγορά παραγώγων, η επίβλεψη της ομαλής λειτουργίας της μέσω ενεργειών πριν, κατά, και μετά τις ώρες της συνεδρίασης και η παροχή βοήθειας προς τα Μέλη μέσω του γραφείου παροχής βοήθειας. Επίσης, έργο του είναι

και η ανακοίνωση της εφαρμογής συνθηκών γρήγορης αγοράς (fast market) και η παροχή πληροφοριών για τη λειτουργία της αγοράς.

Σκοπός του Τμήματος Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών είναι η παρακολούθηση των πρακτικών των Μελών στο Χ.Π.Α., με σκοπό τον εντοπισμό τυχόν παράνομων ή παράτυπων ενεργειών, καθώς και η παρακολούθηση των δραστηριοτήτων των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β, ώστε να εξασφαλίζεται η εκπλήρωση των υποχρεώσεων που έχουν αναλάβει. Επίσης, ανάμεσα στις δραστηριότητες του Τμήματος είναι η σύνταξη εσωτερικών αναφορών και η ανάπτυξη συστημάτων εσωτερικής παρακολούθησης του χρηματιστηρίου, η παρακολούθηση του κανονιστικού πλαισίου και η υποβολή προτάσεων προσαρμογής του, όπου κρίνει ότι αυτό είναι αναγκαίο.

Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.)

Σκοπός και λειτουργία

Σκοπός της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) είναι η συμμετοχή της ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος, στις συμβάσεις επί παραγώγων που συνάπτονται στο Χ.Π.Α., η εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται, η διασφάλιση της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων με αυτή μερών των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές, η συνεργασία με τα Μέλη εκκαθάρισης και τις τράπεζες, ώστε να γίνεται η δέσμευση/αποδέσμευση των περιθωρίων ασφάλισης και ο χρηματικός διακανονισμός επί των συναλλαγών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Το μετοχικό κεφάλαιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανέρχεται σε 8 δισ. δραχμές. Οι μέτοχοι της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ποσοστό 35%, τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με συμμετοχή 30,3%, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών με 1,1%, χρηματιστηριακές εταιρίες-μέλη του Χ.Α.Α. με ποσοστό 9,3%, θεσμικοί επενδυτές με 5,1%. το Ταχυδρομικό Ταμειυτήριο με ποσοστό 10%, ενώ το Χ.Π.Α. συμμετέχει στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., με ποσοστό 9,2%.

Ο ρόλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος

Ανάμεσα στους προστατευτικούς μηχανισμούς είναι και το περιθώριο ασφάλισης που παρέχεται. Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. κατ' εφαρμογή του νόμου, γίνεται ο αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή που διεξάγεται στο Χ.Π.Α. και εκκαθαρίζεται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Έτσι, ο κίνδυνος αθέτησης εκπλήρωσης της υποχρέωσης που έχει αναλάβει το καθένα από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη αναλαμβάνεται από τον εκκαθαριστικό οίκο και, συνεπώς, το ενδεχόμενο πραγματοποίησης ζημιών λόγω του πιστωτικού κινδύνου δεν υφίσταται για τους επενδυτές για συναλλαγές που διεξάγονται μέσω του Χ.Π.Α. Γι' αυτό το λόγο, κύριο μέλημα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι η συνεχής παρακολούθηση των κινδύνων, η εποπτεία των πρακτικών συναλλαγής που ακολουθούν τα Μέλη και η χρήση κάθε μέσου που έχει στη διάθεση της, προκειμένου να εξασφαλίσει την αποτελεσματική και απρόσκοπτη λειτουργία της εκκαθάρισης της αγοράς.

Έτσι, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. προκειμένου να μειώσει τους κινδύνους που συνδέονται με την αρμοδιότητά της, αναφορικά με την εγγύηση της εκτέλεσης των συναλλαγών που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α., έχει θεσπίσει διάφορους προστατευτικούς μηχανισμούς, από κάθε τελικό πελάτη (κωδικό εκκαθάρισης) και είναι το ποσό που ζητά η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ως ασφάλιση, που θα χρησιμοποιηθεί σε περίπτωση που ο πελάτης δεν μπορέσει να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

Οργανωτική δομή

Η Διεύθυνση Εκκαθάρισης Συναλλαγών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., είναι η βασική της Διεύθυνση και αποτελείται από δύο Τμήματα, αυτά της Διαχείρισης κινδύνου και της Εκκαθάρισης Συναλλαγών.

Στη Διεύθυνση Εκκαθάρισης Συναλλαγών το Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου, παρακολουθεί όλες τις δραστηριότητες και διαδικασίες, στις οποίες εμπεριέχεται κίνδυνος. Το Τμήμα υποστηρίζεται από εξειδικευμένα συστήματα πληροφοριών και δεδομένων, που βοηθούν στον εντοπισμό των γεγονότων, εκείνων που ενδέχεται να δημιουργήσουν πρόβλημα είτε στην αγορά, είτε στην παρεχόμενη ενεχυριακή εξασφάλιση.

Σκοπός του Τμήματος Εκκαθάρισης Συναλλαγών είναι η διεξαγωγή της εκκαθάρισης και η παρακολούθηση της τήρησης των υποχρεώσεων επενδυτών και Μελών. Μετά το πέρας κάθε συνεδρίασης του Χ.Π.Α. το Τμήμα Εκκαθάρισης υπολογίζει και προσδιορίζει τις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις του κάθε συναλλασσόμενου, που απορρέουν από τις πράξεις του σε παράγωγα για τον ημερήσιο διακανονισμό, καθώς και τις συνολικές υποχρεώσεις και απαιτήσεις των Μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., που εκπροσωπούν τους συναλλασσόμενους στη διαδικασία της εκκαθάρισης.

Το Τμήμα Εκκαθάρισης Συναλλαγών προσδιορίζει τα νέα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης ανά συναλλασσόμενο και διαβάσει σχετικές εντολές δέσμευσης ή αποδέσμευσης στις Τράπεζες Περιθωρίου Ασφάλισης. Παράλληλα, σε συνεργασία με την Τράπεζα Διακανονισμού και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (με το τελευταίο για προϊόντα με παράδοση), διεξάγει την εκκαθάριση το πρωί της επόμενης ημέρας και ελέγχει σε συνεργασία με τις Τράπεζες Περιθωρίου Ασφάλισης την επιτυχή δέσμευση των περιθωρίων ασφάλισης. Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης ενεργοποιεί τις σχετικές διαδικασίες, έναντι του υπερήμερου οφειλέτη και προχωρά στο κλείσιμο των θέσεων του. Επίσης, προσδιορίζει και θέτει τους κανόνες διεξαγωγής της εκκαθάρισης και παρέχει οποιαδήποτε σχετική πληροφορία.

Τέλος, έρχεται σε επαφή με τα άλλα Τμήματα των Χ.Π.Α./ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τα Μέλη, την Τράπεζα της Ελλάδος και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, προκειμένου να διευκολύνει την ομαλή λειτουργία ολόκληρης της αγοράς σχετικά με τις διαδικασίες εκκαθάρισης. Βασικός του ρόλος είναι να γίνει ο αποδέκτης των ερωτημάτων της αγοράς των παραγώγων και ο σύνδεσμος μεταξύ αυτής και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Επιπλέον, αποτελεί τη γέφυρα μεταξύ της συναλλακτικής δραστηριότητας που επιτελείται στο Χ.Π.Α. και της εκκαθαριστικής δραστηριότητας που επιτελείται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

ΜΕΛΗ Χ.Π.Α. - ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Βασικές προϋποθέσεις εγγραφής Μέλους

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που επιθυμούν να συμμετάσχουν ως Μέλη στην οργανωμένη αγορά παραγώγων, πρέπει να πληρούν μία σειρά προϋποθέσεων, οι βασικότερες των οποίων συνοψίζονται στις:

- Να έχουν άδεια διεξαγωγής συναλλαγών σε παράγωγα ή/και εκκαθάρισης συναλλαγών επί παραγώγων από την αρμόδια αρχή εποπτείας τους.
- Να έχουν τουλάχιστον έναν (1) πιστοποιημένο από το Χ.Π.Α., Ειδικό Διαπραγματευτή στην περίπτωση που η εταιρία αιτείται για παραγγελιοδόχος, ή δύο (2) εάν η εταιρία αιτείται για Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α ή/και τύπου Β για τα Μέλη του Χ.Π.Α.
- Να έχουν τουλάχιστον έναν πιστοποιημένο από το Χ.Π.Α. εκκαθαριστή, εάν πρόκειται για υποψήφιο μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
- Να πληρούν τις προϋποθέσεις κεφαλαιουχικής βάσης που ορίζει ο νόμος ανάλογα με την κατηγορία του μέλους, οι οποίες συνοψίζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 2.7 Προϋποθέσεις συμμετοχής

Μέλος Χ.Π.Α.	Ύψος μετοχικού κεφαλαίου σε EUR (και σε δραχμές)
Παραγγελιοδόχος (όπου η εταιρία είναι Ε.Π.Ε.Υ. αλλά όχι Μέλος του Χ.Α.Α.)	• € 880 410,86 (Δρχ. 300 000 000)
Παραγγελιοδόχος (όπου η εταιρία είναι Ε.Π.Ε.Υ. αλλά όχι Μέλος του Χ.Α.Α.)	• € 1 467 351,43 (Δρχ. 500 000.000)
Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α	€ 2.934.702,86 (Δρχ. 1.000.000.000)
Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Β σε οποιοδήποτε προϊόν	€ 2.934.702,86 (Δρχ. 1.000.000.000)
Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	
Άμεσα Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	€ 2.934.702,86 (Δρχ. 1.000.000.000)
Γενικό Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.	€ 11.738.811,45 (Δρχ. 4.000.000.000)

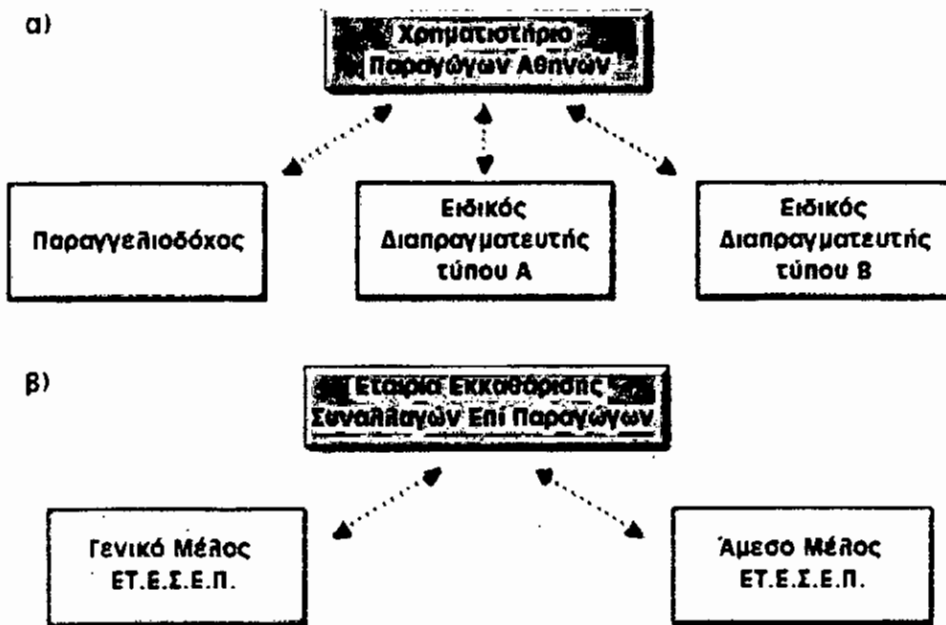
Πηγή: ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. – Χ.Π.Α.

- Να διαθέτουν τον απαραίτητο τεχνικό εξοπλισμό και να πληρούν όλα τα τεχνικά προαπαιτούμενα για την ομαλή σύνδεση με το Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών. Να συμμετέχουν στη διαδικασία εκκαθάρισης ως Άμεσα ή Γενικά Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ή να μεταθέτουν την εκκαθάριση σε Γενικά Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., μέσω σχετικής σύμβασης.

Κατηγορίες Μελών

Οι εταιρίες που πληρούν τις προϋποθέσεις, οι οποίες καθορίζονται στο Ν. 2533/97, όπως ισχύει με τις τροποποιήσεις (από τους νόμους 2733/99 και 2789/00) καθώς και στις σχετικές κανονιστικές αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., δύνανται να επιλέξουν μεταξύ των παρακάτω ιδιοτήτων:

Πίνακας 2.8 Κατηγορίες Μελών



Πηγή: ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. – Χ.Π.Α.

Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Άμεσο Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.: Δικαιούται να εκκαθαρίζει αποκλειστικά συναλλαγές που διενεργεί το ίδιο ως Μέλος Χ.Π.Α. για ίδιο λογαριασμό ή/και για πελάτες.

Γενικό Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.: Δικαιούται να εκκαθαρίζει συναλλαγές επί όλων των κατηγοριών των παράγωγων προϊόντων που έχουν συναφθεί από οποιοδήποτε Μέλος του Χ.Π.Α. με το οποίο έχει προηγουμένως συμβληθεί.

Εταιρίες-Μέλη του Χ.Π.Α. με οποιαδήποτε από τις ιδιότητες του Μέλους Χ.Π.Α., οι οποίες δεν επιθυμούν να είναι Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι υποχρεωμένες να αναθέτουν την εκκαθάριση σε ένα ή περισσότερα Γενικά Μέλη ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και αποτελούν Μη Εκκαθαριστικά Μέλη.

Μέλη Χ.Π.Α.

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

Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Α: Εκτός από την εισαγωγή εντολών των πελατών του στο σύστημα, μπορεί να διαπραγματεύεται και για ίδιο λογαριασμό. Όλα τα Μέλη του Χ.Π.Α. έχουν πιστοποιημένα στελέχη, τα οποία έχουν εκπαιδευτεί ειδικά για τα παράγωγα προϊόντα και είναι έτοιμα να προσφέρουν συμβουλευτικές υπηρεσίες και να μεταφέρουν τις γνώσεις τους προς τους επενδυτές.

Οι Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Α έχουν τις ίδιες υποχρεώσεις με τους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Β (όπως αυτές εξηγούνται πιο κάτω), μόνο σε περιπτώσεις ανάγκης, όπως αυτές τις ορίζει το Χ.Π.Α. Σε αυτές τις περιπτώσεις θα πρέπει το Χ.Π.Α. να έρθει σε προσυνηννόηση με τους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Α, και αφού αυτοί συμφωνήσουν, θα αρχίσουν να έχουν τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματα του Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Β, την ίδια ημέρα συναλλαγών.

Σε όλες τις περιπτώσεις εκτελούν συναλλαγές ως τελικοί επενδυτές για ίδιο λογαριασμό, θα πρέπει να τονισθεί ότι όταν Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Α τηρούν και πελατειακή βάση, οι εκτελέσεις εντολών πρέπει να ακολουθούν τον Κανονισμό Δεοντολογίας (π.χ. πρώτα εκτελείται εντολή πελάτη, due diligence, κ.ά.).

Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου Β: Μπορεί να εισάγει και εντολές πελατείας ή/και να διαπραγματεύεται για ίδιο λογαριασμό. Έχει όμως την επιπρόσθετη υποχρέωση να διαβάζει 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.

Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Αναφορικά με τα Μέλη του Χ.Π.Α., διευκρινίζεται ότι οι ιδιότητες του Παραγγελιοδόχου και του Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Α από τη στιγμή που αποκτηθούν από ένα Μέλος του Χ.Π.Α. αφορούν όλα τα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε αυτό.

Σε περίπτωση που μία εταιρία με την ιδιότητα του Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Α δεν επιθυμεί να συμμετέχει στη διαπραγμάτευση ενός προϊόντος θα πρέπει να αποστέλλει στο Χ.Π.Α. Δήλωση Άρνησης Διαπραγμάτευσης για το εν λόγω προϊόν. Με τη δήλωση αυτή η εταιρία παύει να εκτελεί πράξεις για το συγκεκριμένο προϊόν, τόσο για ίδιο λογαριασμό όσο και για την πελατεία της.

Οι Ειδικό Διαπραγματευτές τύπου Β πρέπει να υπογράφουν σχετική σύμβαση που καταρτίζει το Χ.Π.Α. για τη διαπραγμάτευση του κάθε προϊόντος ξεχωριστά.

Τι ακριβώς ρόλο επιτελούν οι Ειδικό Διαπραγματευτές Τύπου Β (Market Makers) του Χ.Π.Α.

Οι Ειδικό Διαπραγματευτές Τύπου Β είναι ένας από τους τύπους Μελών του Χ.Π.Α. οι οποίοι προσφέρουν συνεχώς ρευστότητα στην αγορά παραγώγων. Αν πάρουμε για παράδειγμα την αγορά των μετοχών, αν θελήσει ένας επενδυτής να βάλει εντολή πώλησης σε μια πτωτική αγορά για μεγάλο αριθμό τεμαχίων μιας μετοχής, δεν είναι σίγουρος πάντα ότι θα βρει αγοραστή για να εκτελέσει την πράξη πώλησης. Επομένως, αναγκάζεται πολλές φορές να πουλήσει τις μετοχές σε ανοιχτή τιμή (εντολή market) προκαλώντας έτσι απότομη πτώση της τιμής της μετοχής. Το ίδιο μπορεί να συμβεί στην περίπτωση αγοράς μιας μετοχής.

Αν ο ίδιος επενδυτής θελήσει να πουλήσει Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην αγορά παραγώγων, είναι βέβαιο ότι θα βρει αντισυμβαλλόμενο να αγοράσει ακόμα και σε πτωτική αγορά, τον Ειδικό Διαπραγματευτή τύπου Β.

Ο Ειδικό Διαπραγματευτής τύπου Β είναι υποχρεωμένος, με βάση την ιδιότητά του να εισάγει συνεχώς στο σύστημα συναλλαγών του Χ.Π.Α. εντολές για αγορά και πώληση Σ.Μ.Ε. για τουλάχιστον 10 συμβόλαια, με άνοιγμα τιμών (spread) μεταξύ αγοράς και πώλησης που δεν υπερβαίνει κάποιο αριθμό μονάδων, ανάλογα με το συμβόλαιο Σ.Μ.Ε.

Στην ουσία ο ρόλος του Ε.Δ Β είναι ρόλος "κυματοθραύστη" σε εντολές στην αγορά, αφού πρέπει πάντα να βρίσκεται έτοιμος να απορροφήσει εντολές αγοράς ή πώλησης.

Είναι φανερό ότι η υποχρέωση συνεχούς παροχής τιμών βαρύνει τους Ειδικούς Διαπραγματευτές Τύπου Β με σημαντικές ευθύνες και εγκυμονεί γι' αυτούς πρόσθετους κινδύνους όπως αγοράς και ρευστότητας. Για την αποτελεσματική αντιμετώπιση των κινδύνων αυτών απαιτείται, μεταξύ άλλων, άριστη τεχνολογική υποδομή, απόλυτα εξειδικευμένα στελέχη και χρήση σύγχρονων τεχνικών διαχείρισης κινδύνου.

Οι Ειδικοί Διαπραγματευτές Τύπου Β επιτυγχάνουν κέρδος από τη διαφορά των τιμών στις οποίες αγοράζουν και πουλούν τα παράγωγα συμβόλαια, και όχι από την βραχυπρόθεσμη τάση της αγοράς. Μάλιστα, στο τέλος της ημέρας (αλλά και μέσα στην ημέρα) ένας καλός Ειδικός Διαπραγματευτής τύπου προσπαθεί να έχει μηδενική θέση στην αγορά. Όσο πιο κλειστό άνοιγμα τιμών δίνει, τόσο αυξάνει τις πιθανότητες να "χτυπηθεί από άλλους συμμετέχοντες ταυτόχρονα στην τιμή αγοράς και στην τιμή πώλησης μειώνοντας έτσι τον κίνδυνό του αφού η συνολική θέση του στην αγορά είναι μηδενική. Αυτό κάνει βεβαίως πιο αποτελεσματική την αγορά παραγώγων.

Για την αντιστάθμιση των ευθυνών, κινδύνων και εξόδων που αναλαμβάνουν, το Χ.Π.Α. προσφέρει στους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Β κίνητρα με τη μορφή μειωμένων προμηθειών συναλλαγών και μειωμένης προμήθειας Μέλους. Οι προμήθειες που χρεώνονται οι Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Β για συναλλαγές τους που προκύπτουν από τη συνεχή προσφορά τιμών αγοράς και πώλησης, είναι σημαντικά μειωμένες συγκριτικά με τις κανονικές προμήθειες που πληρώνουν οι άλλες εταιρίες-Μέλη.

Επίσης, για την καλύτερη διαχείριση των κινδύνων τους, δίνεται από το Χ.Π.Α. η δυνατότητα στους Ειδικούς Διαπραγματευτές να βλέπουν όλο το βάθος της αγοράς παραγώγων, έτσι ώστε να μπορούν να παρακολουθούν την εντολή τους και να βλέπουν πιθανούς κινδύνους από μεγάλες εντολές.

Το Τμήμα Παρακολούθησης Συναλλαγών του Χ.Π.Α. είναι υπεύθυνο για τη συνεχή παρακολούθηση των υποχρεώσεων των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β.

Συνοπτική διαδικασία εγγραφής Μέλους

Η διαδικασία εγγραφής Μέλους προς το Χ.Π.Α. ή/και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. περιλαμβάνει πέντε στάδια:

Στάδιο 1: Υποβολή αίτησης υποψηφιότητας Μέλους

Στάδιο 2: Υποβολή υπομνήματος από το υποψήφιο Μέλος

Στάδιο 3: Συμμετοχή του υποψηφίου Μέλους στις ειδικές συνεδριάσεις

Στάδιο 4: Υπογραφή συμβάσεων

Στάδιο 5: Έγκριση Μέλους και ενεργοποίηση κωδικών

Σύμφωνα με τα τελευταία επίσημα στοιχεία των Ελληνικών Χρηματιστηρίων Α.Ε. τα μέλη που είναι εγγεγραμμένα στο Χ.Π.Α. και στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανέρχονται σε 67.

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

Ποιες είναι οι κατηγορίες των επενδυτών που συμμετέχουν στην αγορά και ποιος ο σκοπός τους;

Τρεις είναι οι κύριες κατηγορίες επενδυτών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων. Οι αντισταθμιστές, οι κερδοσκόποι και οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (arbitrageurs).

Επενδυτές που έχουν ήδη ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών του Χ.Α.Α., πιθανόν να προβλέπουν μία βραχυπρόθεσμη διόρθωση των τιμών και να θέλουν να προστατεύσουν το χαρτοφυλάκιο τους. Στην περίπτωση αυτή χρησιμοποιούν τα συμβόλαια του Χ.Π.Α. για να "αντισταθμίσουν" τη θέση τους στην υποκείμενη αγορά, είτε πουλώντας Σ.Μ.Ε. στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40 είτε αγοράζοντας Δικαιώματα Πώλησης στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40 είτε πουλώντας Δικαιώματα αγοράς στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40.

Οι επενδυτές που προστατεύουν το υπάρχον χαρτοφυλάκιο από ενδεχόμενη πτώση ονομάζονται αντισταθμιστές. Ανάλογα με τον αριθμό των συμβολαίων που χρησιμοποιούν προστατεύουν ένα μέρος του χαρτοφυλακίου τους από την πιθανή πτώση και έτσι κλειδώνουν

την απόδοση του χαρτοφυλακίου χωρίς να πουλήσουν μετοχές και να πιέσουν έτσι περαιτέρω τις τιμές της αγοράς του Χ.Α.Α.

Οι αντισταθμιστές θα μπορούσαν επίσης να πάρουν θέση αγοράς σε Σ.Μ.Ε. ή/και Δικαιώματα Πώλησης αν περιμένουν να έχουν στη διάθεση τους στο επόμενο χρονικό διάστημα ένα ποσό το οποίο επιθυμούν βέβαια να το επενδύσουν σε μετοχές αντί για παράδειγμα να το κρατήσουν σε τραπεζικό λογαριασμό *repas*.

Επομένως, οι αντισταθμιστές μπορούν να μπουν είτε ως αγοραστές είτε ως πωλητές στην αγορά παραγώγων. Και στις δύο περιπτώσεις περιορίζουν την επίπτωση που θα είχε μια ενδεχόμενη αγορά ή πώληση μετοχών στην τιμή των μετοχών και επομένως περιορίζουν την πίεση στις τιμές μετοχών ή δεικτών, είτε σε άνοδο είτε σε πτώση.

Ένας επενδυτής που προβλέπει άνοδο των τιμών στο Χ.Α.Α., μπορεί να χρησιμοποιήσει τη μόχλευση που του προσφέρουν τα προϊόντα του Χ.Π.Α. και να "κερδοσκοπήσει σε αυτή του την προσδοκία", αγοράζοντας για παράδειγμα Σ.Μ.Ε. στον FTSE/ASE-20 ή/και στον FTSE/ASE Mid 40 ή αγοράζοντας Δικαιώματα Αγοράς στον FTSE/ASE-20. Για πτωτικές ή στάσιμες αγορές υπάρχουν ανάλογες στρατηγικές. Οι επενδυτές αυτοί έχουν συνήθως βραχυχρόνιο ορίζοντα και είναι αυτοί που προσφέρουν ρευστότητα στην αγορά για να παίρνουν θέση οι αντισταθμιστές. Βλέπουμε δηλαδή, κυρίως, αντισταθμιστές και κερδοσκόπους να έχουν αντίθετες θέσεις στα παράγωγα.

Μία τελευταία κατηγορία επενδυτών είναι αυτοί που εκμεταλλεύονται τις αποκλίσεις των τιμών των συμβολαίων του Χ.Π.Α. από τις τιμές των αντίστοιχων δεικτών, αγοράζοντας τη φθηνότερη και πουλώντας την ακριβότερη από δυο ουσιαστικά ισοδύναμες αξίες. Με τον τρόπο αυτό κερδίζουν χωρίς κίνδυνο και ταυτόχρονα συμβάλλουν στην εξισορρόπηση των τιμών μεταξύ των δύο αγορών, γι' αυτό και αποκαλούνται εξισορροπητικοί κερδοσκόποι. Αυτή η κατηγορία των επενδυτών είναι υπεύθυνη για την εξισορρόπηση των τιμών της αγοράς του Χ.Π.Α. και του Χ.Α.Α. και αποκλειστικός τους σκοπός είναι η εξάλειψη των *premium* ή *discounts* στα παράγωγα προϊόντα σε σχέση με τις θεωρητικές τους τιμές.

Μετά την ανάλυση της δομής της Ελληνικής αγοράς παραγώγων, σε αυτό το σημείο κρίνουμε σκόπιμο να παρουσιάσουμε το σύστημα συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

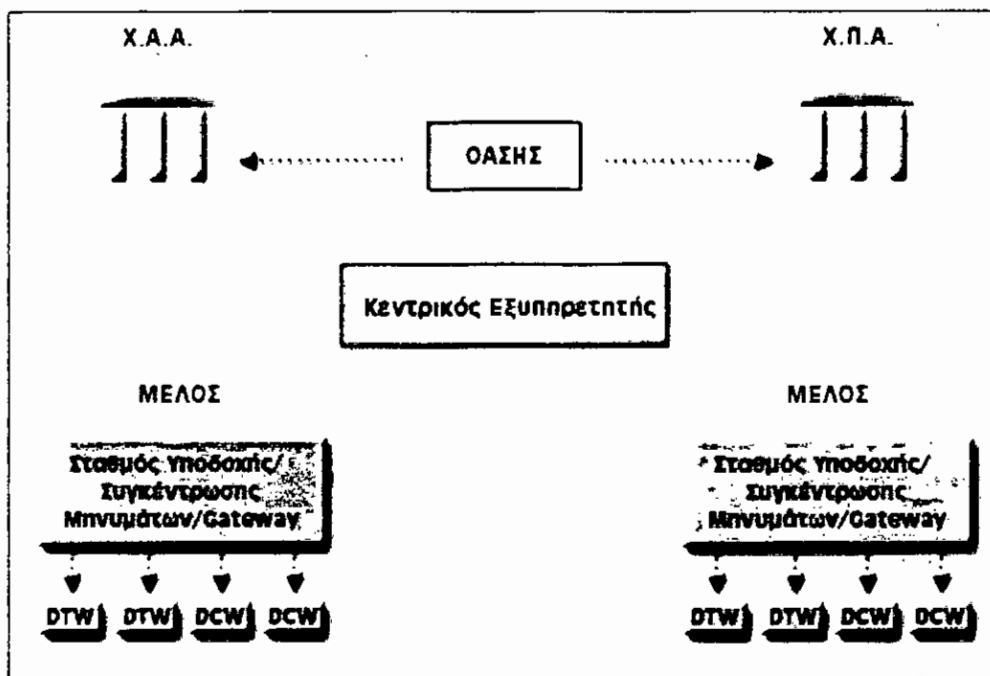
Οι συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών διενεργούνται μέσω ενός ηλεκτρονικού συστήματος διαπραγμάτευσης.

Αυτό το ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης είναι μέρος του Ολοκληρωμένου Αυτόματου Συστήματος Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.) που αποτελεί μία ηλεκτρονική αγορά, στην οποία η πρόσβαση γίνεται εξ' αποστάσεως από τις εγκαταστάσεις του κάθε Μέλους.

Αρχιτεκτονική δικτύου συναλλαγών Χ.Π.Α.

Πιο αναλυτικά, τα Μέλη των Χ.Π.Α. και ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., διενεργούν τις συναλλαγές τους χρησιμοποιώντας ηλεκτρονικούς υπολογιστές (PCs). Τόσο οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, όσο και το σύστημα συναλλαγών, είναι συνδεδεμένα με το Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών (Δ.Χ.Σ.). Η αρχιτεκτονική πελάτη/εξυπηρετητή (client/server) που επιλέχθηκε για την υλοποίηση προσδιορίζει τρία επίπεδα δόμησης του συστήματος:

Πίνακας 2.9 Δίκτυο Συναλλαγών



Πηγή: ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. – Χ.Π.Α.

*DTW-Derivatives Trading Workstation (Σταθμός εργασίας διεξαγωγής συναλλαγών)

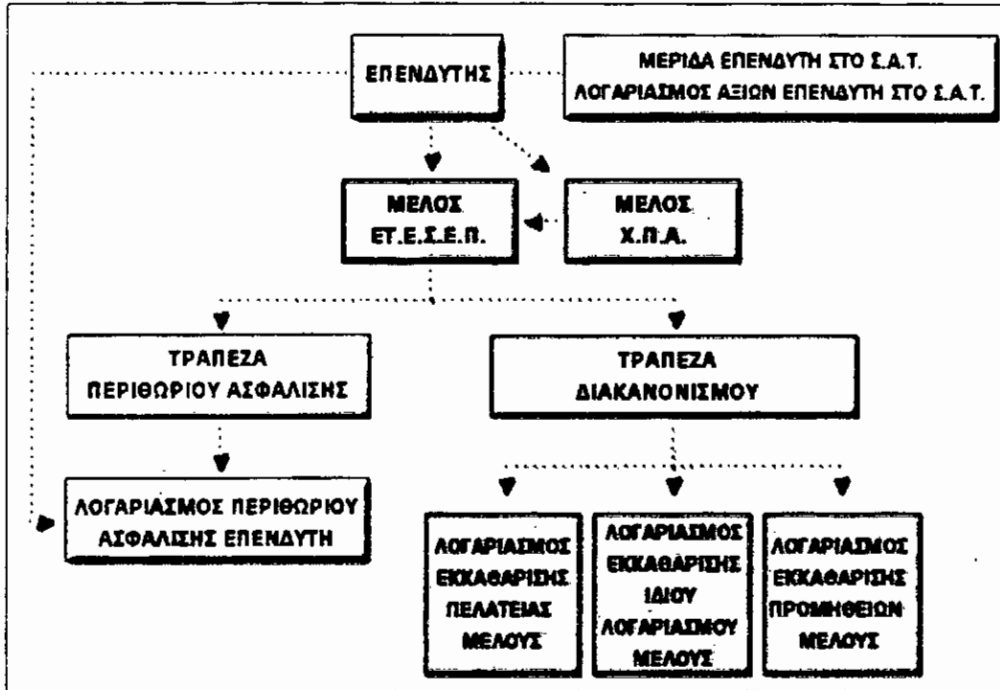
*DCW - Derivatives Clearing Workstation(Σταθμός εργασίας εκκαθάρισης συναλλαγών)

- I. Τους κεντρικούς εξυπηρετητές (application servers) που βρίσκονται στην αίθουσα υπολογιστών του Χ.Α.Α., και αποτελούν την υπολογιστική πλατφόρμα για τον πυρήνα της εφαρμογής. Πρόκειται για υπολογιστές Digital Alpha Servers με Open VMS, τους οποίους προμηθεύτηκε το Χ.Α.Α. στο πλαίσιο του έργου Ο.Α.Σ.Η.Σ.
- II. Τους σταθμούς συγκέντρωσης/υποδοχής μηνυμάτων (gateways) που βρίσκονται τοποθετημένοι στο χώρο των Μελών. Οι σταθμοί αυτοί αποτελούν το συνδετικό κρίκο ανάμεσα στα κεντρικά συστήματα και στους υπολογιστές των τελικών χρηστών (διαπραγματευστών και εκκαθαριστών). Υπάρχει ένας τέτοιος υπολογιστής ανά Μέλος Χ.Π.Α. και ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (PC με λειτουργικό σύστημα Windows NT), ο οποίος συνδέεται σε δύο δίκτυα ταυτόχρονα: στο Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών και στο τοπικό δίκτυο του Μέλους. Κάθε gateway θεωρείται τμήμα της κοινής υποδομής που εξυπηρετεί όλες τις υπηρεσίες και συνεπώς η διαχείριση και εξασφάλιση της καλής λειτουργίας όλων των gateways είναι ευθύνη του Χ.Α.Α.
- III. Τους σταθμούς εργασίας που βρίσκονται στα γραφεία των Μελών του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και στους οποίους είναι εγκατεστημένες οι client εφαρμογές διαπραγμάτευσης και εκκαθάρισης που ανταλλάσσουν πληροφορίες με το κεντρικό σύστημα. Οι υπολογιστές αυτοί είναι PC με λειτουργικό σύστημα Windows NT και φέρουν τις client εφαρμογές που χρειάζονται οι χρήστες, δηλαδή τις εφαρμογές Derivatives Trading Workstation (DTW) και Derivatives Clearing Workstation (DCW). Κάθε Μέλος, αρχικά, μπορεί να χρησιμοποιεί τέσσερις σταθμούς εργασίας για την εφαρμογή DTW και δύο σταθμούς εργασίας για την εφαρμογή DCW. Η ευθύνη της εγκατάστασης των εφαρμογών είναι του Χ.Π.Α., αλλά η εξασφάλιση της καλής λειτουργίας των PCs, είναι ευθύνη των Μελών.

Η ύπαρξη εγκατάστασης δικτυακού εξοπλισμού, που υλοποιεί το σημείο παρουσίας του Δ.Χ.Σ., απαιτείται για τη διασύνδεση του γραφείου του Μέλους με τους κεντρικούς υπολογιστές (servers) του Χ.Α.Α.

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΑΝΟΙΓΜΑΤΟΣ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Πίνακας 2.10 Πλαίσιο σχέσεων επενδυτή – Μέλους



Πηγή: Ε.Ε.Σ.Ε.Π. – Χ.Π.Α.

Προκειμένου ένας επενδυτής να μπορεί να διενεργεί συναλλαγές στο Χ.Π.Α., θα πρέπει να διαθέτει Μερίδα και Λογαριασμό Αξιών στο Σ.Α.Τ.

Ως "Σύστημα Άυλων Τίτλων" (Σ.Α.Τ.) ορίζεται η μηχανογραφική διαδικασία καταχώρισης των άυλων αξιών και παρακολούθησης των μεταβολών τους καθώς και το αντίστοιχο μηχανογραφικό-λειτουργικό σύστημα του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών (Κ.Α.Α.).

Η Μερίδα περιλαμβάνει τα προσωπικά στοιχεία του κάθε επενδυτή όπως ονοματεπώνυμο, διεύθυνση, ΑΦΜ, ΔΟΥ, ΑΔΤ, κ.ά., ενώ ο Λογαριασμός Αξιών περιλαμβάνει τους άυλους τίτλους που έχει ο επενδυτής στην κατοχή του. Ο επενδυτής βάσει του

Κανονισμού του Κ.Α.Α. δεν επιτρέπεται να έχει πάνω από μία μερίδα στο Σ.Α.Τ. Με τη δημιουργία της Μεριδας, ο επενδυτής αποκτά έναν κωδικό αριθμό που είναι μοναδικός και δεν μπορεί να αλλάξει.

Ο Λογαριασμός Αξιών είναι απαραίτητος στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π προκειμένου να συνδέσει κωδικούς συναλλαγών και εκκαθάρισης που έχουν ανοιχτεί για τον επενδυτή για πράξεις σε παράγωγα με τη Μεριδα και το Λογαριασμό Αξιών του επενδυτή, έτσι ώστε να μπορεί ο επενδυτής να χρησιμοποιεί μετοχές ως ενέχυρο (collateral), για θέσεις στα παράγωγα και να μπορεί ο επενδυτής να παραδίδει ή να παραλαμβάνει από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μετοχές ή και ομόλογα ως αποτέλεσμα της εκκαθάρισης των πράξεων του στα παράγωγα.

Σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν διαθέτει τα παραπάνω στοιχεία μπορεί να επισκεφθεί μία χρηματιστηριακή εταιρία ή Τράπεζα Μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. της επιλογής του και να συμπληρώσει την ανάλογη αίτηση, ώστε να αποκτήσει Μεριδα και Λογαριασμό Αξιών. Η εταιρία αυτή ορίζεται ως Χειριστής του Λογαριασμού του. Αν ο επενδυτής συναλλάσσεται ήδη σε μετοχές του Χ.Α.Α. θα διαθέτει ήδη Μεριδα και Λογαριασμό Αξιών στο Σ.Α.Τ.

Η διαδικασία (χρονικό διάστημα 3 ημερών) που ακολουθείται για να ανοιχτεί ο λογαριασμός συναλλαγών και εκκαθάρισης για παράγωγα του επενδυτή είναι η εξής:

1η Ημέρα

1. *Δημιουργία Μεριδας και Λογαριασμού Αξιών επενδυτή.* Άνοιγμα Μεριδας και Λογαριασμού Αξιών στο Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (εφόσον δεν υπάρχει ήδη).

2. *Υπογραφή συμβάσεων.* Ο πελάτης υπογράφει όλες τις σχετικές συμβάσεις με το Μέλος Χ.Π.Α. και με το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. που περιγράφονται αναλυτικά παρακάτω (Αιτήσεις και Συμβάσεις που πρέπει να συμπληρωθούν).

Επίσης, συμπληρώνεται από το Μέλος μία φόρμα αίτησης ανοίγματος λογαριασμού που προορίζεται για την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Η φόρμα αυτή ονομάζεται Αίτηση λογαριασμού για συναλλασσόμενο και περιλαμβάνει προσωπικά στοιχεία του επενδυτή, καθώς και άλλα στοιχεία που συμπληρώνει το ίδιο το Μέλος.

Επιπλέον ο επενδυτής, υπογράφει την Έξουσιοδότηση χρήσης της Μερίδας παρέχοντας έτσι την άδεια στην εταιρία-Μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. να γίνει Χειριστής του Λογαριασμού Αξιών του.

Σημείωση: Ο επενδυτής μπορεί να ορίσει παραπάνω από έναν Χειριστή του Λογαριασμού Αξιών του. Σε περίπτωση που επιθυμεί κάτι τέτοιο οφείλει να συμπληρώσει αίτηση Έξουσιοδότησης Χρήσης για κάθε νέο Χειριστή. Αν ο επενδυτής επιθυμεί να διακόψει τη συνεργασία του με κάποια εταιρία-Μέλος συμπληρώνει την αίτηση 'Απενεργοποίηση Έξουσιοδότησης Χρήσης στο Χειριστή του.

3. Χορήγηση του κωδικού συναλλαγών και κωδικού εκκαθάρισης. Το Μέλος Χ.Π.Α. χορηγεί τον κωδικό συναλλαγών. Αντίστοιχα το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. χορηγεί τον κωδικό εκκαθάρισης (σε περίπτωση που το Μέλος είναι ταυτόχρονα Μέλος του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τότε χορηγεί έναν κωδικό). Οι κωδικοί αυτοί είναι αλφαριθμητικοί, έως 10 ψηφία.

Σε περίπτωση που το Μέλος Χ.Π.Α. και το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. διαφέρουν θα πρέπει ο κωδικός συναλλαγών να αντιστοιχεί στον κωδικό εκκαθάρισης. Ο επενδυτής δεν μπορεί να τηρεί στο ίδιο Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. περισσότερους από έναν κωδικούς εκκαθάρισης. Επίσης, η εκκαθάριση κάθε κωδικού Μέλους Χ.Π.Α. μπορεί να πραγματοποιηθεί σε ένα και μόνο κωδικό εκκαθάρισης.

Ένας κωδικός εκκαθάρισης μπορεί να αντιστοιχεί σε περισσότερους από ένα κωδικούς συναλλαγών. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής μπορεί να διενεργεί πράξεις από κωδικούς συναλλαγών που τηρεί σε παραπάνω από 1 Μέλη Χ.Π.Α., ενώ όλες οι πράξεις στο τέλος της ημέρας, συμψηφίζονται και εκκαθαρίζονται στον ενιαίο κωδικό εκκαθάρισης.

4. Άνοιγμα λογαριασμού τήρησης του περιθωρίου ασφάλισης

Το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ανοίγει στον πελάτη ειδικό λογαριασμό τήρησης του περιθωρίου ασφάλισης (margin account) και κοινοποιεί στη συνέχεια στην Τράπεζα Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης (Margin Bank) το μοναδικό κωδικό εκκαθάρισης του πελάτη.

Οι Τράπεζες Τήρησης των Περιθωρίων Ασφάλισης, είναι εγκεκριμένες από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και σε αυτές τηρούνται όλοι οι λογαριασμοί των τελικών επενδυτών που είναι απαραίτητοι για την κατάθεση των περιθωρίων ασφάλισης.

2η Ημέρα

Με την παραλαβή των σχετικών αιτήσεων, η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. καταχωρεί στο μηχανογραφικό σύστημα με τη μορφή "registered" όλα τα παραπάνω στοιχεία. Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. αναλαμβάνει όλες τις διαδικασίες ελέγχου των διαφόρων εντύπων που της διαβιβάζουν τα Μέλη του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

3η Ημέρα

Εφόσον δεν έχουν προκύψει προβλήματα κατά τη διαδικασία των ελέγχων, η ενεργοποίηση του κωδικού του πελάτη πραγματοποιείται από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. πριν την έναρξη της συνεδρίασης. Ο επενδυτής μπορεί πλέον να καταρτίσει συναλλαγές.

Αιτήσεις και Συμβάσεις

Ενδεικτικά ο επενδυτής θα χρειαστεί να συμπληρώσει ή/και να υπογράψει τις ακόλουθες αιτήσεις και συμβάσεις προκειμένου να συνάψει συνεργασία με την εταιρία-Μέλος.

Πίνακας 2.11 Απαραίτητα Έγγραφα

1. Εντύπο ανοίγματος χρηματιστηριακού λογαριασμού (για ιδιώτες)
2. Αίτηση δημιουργίας Μεριδας, Λογαριασμού Αξιών (αν δεν έχει ήδη)
3. Εξουσιοδότηση χρήσης της Μεριδας του επενδυτή προς το Μέλος Χ.Π.Α. ή/και προς το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
4. Σύμβαση Χρηματιστηριακής Παραγγελίας Λήψης, Διαβίβασης και Εκτέλεσης Εντολών επί Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων
5. Σύμβαση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (εις διηθούν)
6. Εντολή Ανοίγματος Λογαριασμού Περιθωρίου Ασφάλισης Φυσικού Προσώπου
7. Σύμβαση μεταξύ Τράπεζας Περιθωρίου Ασφάλισης-Εκκαθαριστή-Παραγγέλεα-Μέλους Χ.Π.Α. επί Συναλλαγών σε Παράγωγα (εις διηθούν)
8. Πίνακας Προμηθειών
9. Δήλωση Γνώσης Επικινδυνότητας Συναλλαγών σε Παράγωγα (Risk disclosure statement)
10. Αίτηση Λογαριασμού για Συναλλασσόμενα

Πηγή: ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΉ ΓΕΡΟΛΥΜΟΣ Α.Ε.Λ.Δ.Ε.

1. Έντυπο ανοίγματος χρηματιστηριακού λογαριασμού (για ιδιώτες)

Πρόκειται για μια αίτηση που δίδεται από την εταιρία-Μέλος του Χ.Π.Α. στον επενδυτή - πελάτη της προκειμένου ο δεύτερος να μπορεί να διενεργεί συναλλαγές στο Χ.Π.Α. μέσω της συγκεκριμένης εταιρίας.

Μέσα από το έντυπο αυτό ο επενδυτής ενημερώνεται για τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις του απέναντι στην εταιρία-Μέλος, για τους όρους συναλλαγών, για ορισμένους βασικούς χρηματοοικονομικούς όρους, τους επενδυτικούς κινδύνους που αναλαμβάνει, καθώς και για την πολιτική προμηθειών του Μέλους.

2. Αίτηση δημιουργίας Μερίδα, Λογαριασμού Αξιών και εξουσιοδότηση χρήσης προς Α.Χ.Ε. ή τράπεζα

Η αίτηση αυτή είναι ένα τετραπλότυπο έντυπο που κατατίθεται από έναν επενδυτή, ο οποίος δεν διαθέτει ούτε Μερίδα ούτε Λογαριασμό Αξιών στο Σ.Α.Τ. προς την εταιρία-Μέλος των Χ.Π.Α.-ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Με το έντυπο αυτό, ο επενδυτής εξουσιοδοτεί την εταιρία, ούτως ώστε αυτή, ως Μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., να ανοίξει στο Σ.Α.Τ. Μερίδα επενδυτή και Λογαριασμό Αξιών στο όνομά του.

Σε περίπτωση που ο επενδυτής διαθέτει ήδη Μερίδα και Λογαριασμό Αξιών στο Σ.Α.Τ. συμπληρώνει απευθείας μόνο την Εξουσιοδότηση χρήσης (βλέπε αίτηση 3) και την παραδίδει στον υπεύθυνο της εταιρίας Μέλους.

3. Εξουσιοδότηση χρήσης της Μερίδα του επενδυτή προς το Μέλος Χ.Π.Α. ή/και προς το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Α. Για νέους επενδυτές

Το έντυπο αυτό συμπληρώνεται από νέους επενδυτές παράλληλα με την αίτηση δημιουργίας Μερίδα Λογαριασμού Αξιών και εξουσιοδότηση χρήσης (αίτηση 2). Με την αίτηση αυτή, ο επενδυτής παρέχει στην εταιρία-Μέλος η οποία έχει αναλάβει και την εκκαθάριση των συναλλαγών του το δικαίωμα χρήσης της Μερίδα και του Λογαριασμού

αξιών του στο Σ.Α.Τ. Αν το Μέλος Χ.Π.Α. και το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δεν είναι τα ίδια ο επενδυτής θα πρέπει να συμπληρώσει εξουσιοδότηση χρήσης και προς το Μέλος Χ.Π.Α.

Β. Για παλαιούς επενδυτές

Η αίτηση αυτή συμπληρώνεται από επενδυτές οι οποίοι διαθέτουν ήδη Μερίδα και Λογαριασμό Αξιών στο Σ.Α.Τ., αλλά επιθυμούν να εκκαθαρίζουν συναλλαγές επί παραγώγων με την εταιρία-Μέλος των Χ.Π.Α.-ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Με το παρόν έντυπο οι επενδυτές εξουσιοδοτούν την εταιρία-Μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., να γίνει χειριστής της Μερίδας και του Λογαριασμού Αξιών τους στο Σ.Α.Τ. Αν το Μέλος Χ.Π.Α. και το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δεν είναι τα ίδια, ο επενδυτής θα πρέπει να συμπληρώσει εξουσιοδότηση χρήσης και προς το Μέλος Χ.Π.Α.

4. Σύμβαση Χρηματοπιστηριακής Παραγγελίας Λήψης Διαβίβασης και Εκτέλεσης Εντολών επί Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων

Το έντυπο αυτό είναι μία σύμβαση μεταξύ της εταιρίας-Μέλους και του επενδυτή, την οποία συμπληρώνουν και τα δύο μέρη προκειμένου να ξεκινήσει η συνεργασία τους. Δίδεται σε επενδυτές οι οποίοι δεν έχουν συνεργαστεί στο παρελθόν με τη συγκεκριμένη εταιρία. Με την συγκεκριμένη σύμβαση συμφωνούνται επίσημα οι όροι και οι προϋποθέσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, που αφορούν συναλλαγές στο Χ.Π.Α. από την εταιρία-Μέλος προς τον πελάτη. Ο πελάτης ενημερώνεται σχετικά με το νομικό πλαίσιο που διέπει την καθημερινή επικοινωνία με το Μέλος, τα δικαιώματα του και τον τρόπο ενημέρωσής του από την εταιρία.

Συγχρόνως, υπογράφει τα εξής έγγραφα:

- α) μία εξουσιοδότηση προς την εταιρία-Μέλος με την οποία της παρέχει το δικαίωμα για εκτέλεση εντολών προς κάλυψη των υποχρεώσεων του προς την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
- β) μία δήλωση ότι έχει ενημερωθεί από την εταιρία-Μέλος σχετικά με τη διαδικασία διενέργειας συναλλαγών επί παράγωγων προϊόντων

5. Σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών με το εκκαθαριστικό Μέλος

Με το έντυπο αυτό γνωστοποιούνται στον επενδυτή τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις του απέναντι στο εκκαθαριστικό Μέλος και αντίθετα. Πρόκειται για ένα έγγραφο που δεσμεύει νομικά και τα δύο μέρη και συνοδεύεται από την Εξουσιοδότηση χρήσης προς το συγκεκριμένο εκκαθαριστικό Μέλος.

Σε περίπτωση που ο επενδυτής πραγματοποιεί ήδη συναλλαγές στο Χ.Α.Α. μέσω της συγκεκριμένης εταιρίας δεν χρειάζεται να υπογράψει την παρούσα σύμβαση. Αν συνεργάζεται με άλλη εταιρία ή αν πρόκειται για νέο επενδυτή, η σύμβαση υπογράφεται και παραδίδεται στο εκκαθαριστικό Μέλος εις διπλούν (αυθεντικά αντίτυπα).

6. Εντολή Ανοίγματος Λογαριασμού Περιθωρίου Ασφάλισης Φυσικού Προσώπου

Το έγγραφο αυτό κατατίθεται από τον επενδυτή στην Τράπεζα Περιθωρίου Ασφάλισης με την οποία συνεργάζεται το εκκαθαριστικό Μέλος, ούτως ώστε να ανοίξει σε αυτήν λογαριασμό κατάθεσης του περιθωρίου ασφάλισης. Ο επενδυτής θα πρέπει να συμπληρώσει τα ατομικά του στοιχεία, καθώς και να συγκεντρώσει τις υπογραφές του εκκαθαριστικού Μέλους και του Μέλους Χ.Π.Α.

7. Σύμβαση μεταξύ Τράπεζας Περιθωρίου Ασφάλισης - Εκκαθαριστή - Παραγγελέα - Μέλους Χ.Π.Α επί Συναλλαγών σε Παράγωγα

Το παρόν έγγραφο είναι μία σύμβαση μεταξύ της εταιρίας που έχει αναλάβει την εκκαθάριση των συναλλαγών της εταιρίας-Μέλους του Χ.Π.Α. (εκκαθαριστικό Μέλος), της Τράπεζας Περιθωρίου Ασφάλισης και του επενδυτή (παραγγελέα).

Με την παρούσα σύμβαση ο πελάτης παρέχει στο εκκαθαριστικό Μέλος το δικαίωμα χρήσης του λογαριασμού τήρησης του περιθωρίου ασφάλισης. Συγχρόνως, κοινοποιούνται στον πελάτη τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις του εκκαθαριστικού Μέλους, οι ευθύνες του, καθώς και οι υποχρεώσεις της Τράπεζας Περιθωρίου Ασφάλισης και του Μέλους Χ.Π.Α. απέναντι στο Εκκαθαριστικό Μέλος.

8. Πίνακας προμηθειών

Στον πίνακα αυτόν καταγράφονται οι προμήθειες που εισπράττει η χρηματιστηριακή εταιρία επί των συναλλαγών που διενεργεί για λογαριασμό του πελάτη (παραγγελέα) στο Χ.Π.Α. Τα ποσά αυτά γνωστοποιούνται στον επενδυτή με τη σύναψη της συνεργασίας.

9. Δήλωση γνώσης επικινδυνότητας συναλλαγών σε παράγωγα (Risk disclosure statement)

Με το συγκεκριμένο έγγραφο, το Μέλος Χ.Π.Α. ενημερώνει τον πελάτη για τους κίνδυνους που ενέχουν οι επενδυτικές επιλογές του σε χρηματοοικονομικά παράγωγα προϊόντα. Λαμβάνοντας υπόψη του τους κίνδυνους αυτούς και αναλαμβάνοντας το ρίσκο των επιλογών του, ο πελάτης υπογράφει την παρούσα δήλωση ώστε να αποδεσμεύσει το Μέλος από τυχούσα ευθύνη και να είναι σε θέση να ξεκινήσει τη διαπραγμάτευση συναλλαγών.

10. Αίτηση Λογαριασμού για Συναλλασσόμενο

Πρόκειται για μία φόρμα ανοίγματος λογαριασμού η οποία προορίζεται για την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Η αίτηση αυτή συμπληρώνεται από το Μέλος και αποστέλλεται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Στο έντυπο καταγράφονται τα ατομικά στοιχεία του πελάτη, τα στοιχεία της εταιρίας-Μέλους, η Τράπεζα Περιθωρίου Ασφάλισης και ο λογαριασμός κατάθεσης του περιθωρίου ασφάλισης, το εκκαθαριστικό Μέλος, ενώ δηλώνεται και η πρόθεση χρήσης του λογαριασμού (π.χ. νέος λογαριασμός, κλείσιμο λογαριασμού κ.ά.).

Σε περίπτωση που το Μέλος Χ.Π.Α. και το εκκαθαριστικό Μέλος διαφέρουν, θα πρέπει να σταλούν δύο αιτήσεις, μία από το Μέλος Χ.Π.Α. και μία από το Μέλος ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

11. Εξουσιοδότηση χρήσης της Μεριδας του επενδυτή προς την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Για τον επενδυτή που διαθέτει ήδη Μερίδα και Λογαριασμό Αξιών στο Σ.Α.Τ. συμπληρώνεται απευθείας η Εξουσιοδότηση χρήσης προς την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και παραδίδεται στον υπεύθυνο της εταιρίας-Μέλους. Με αυτή την εξουσιοδότηση η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μπορεί να είναι Χειριστής Λογαριασμού της Μεριδας του επενδυτή.

Γενική σημείωση

Αν για οποιοδήποτε λόγο ο πελάτης θελήσει να διακόψει την εξουσιοδότηση χρήσης της Μερίδας του προς κάποιο Μέλος του Χ.Π.Α ή της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. θα πρέπει να συμπληρώσει την Αίτηση Απενεργοποίησης Εξουσιοδότησης.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σε μία οργανωμένη αγορά παραγώγων όμως, όπως το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές των παράγωγων προϊόντων μπορούν να κλείσουν τη θέση τους χωρίς κανένα πρόβλημα οποιαδήποτε στιγμή. Αυτό είναι εφικτό χάρη στο γεγονός ότι τα προϊόντα που συναλλάσσονται στο Χρηματιστήριο είναι τυποποιημένα με αποτέλεσμα οι αγορές αυτές να έχουν μεγάλη ρευστότητα.

Έτσι σε μία οργανωμένη αγορά παραγώγων η προσοχή των συναλλασσομένων δεν χρειάζεται να εστιάζεται σε τίποτε άλλο εκτός από την επενδυτική τους στρατηγική, αφού ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος μειωμένης ρευστότητας έχουν σχεδόν εξαλειφθεί από το Χρηματιστήριο Παραγώγων και την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.¹

Σκοπός του Χ.Π.Α. είναι η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα. Από την άλλη πλευρά κύριο μέλημα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι η συνεχής παρακολούθηση των κινδύνων, η εποπτεία των πρακτικών συναλλαγής που ακολουθούν τα Μέλη και η χρήση κάθε μέσου που έχει στη διάθεση της, προκειμένου να εξασφαλίσει την αποτελεσματική και απρόσκοπτη λειτουργία της εκκαθάρισης της αγοράς.

¹ Σημειώνεται ότι από τον Ιανουάριο του 2001 το Χ.Α.Α., η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και το Χ.Π.Α. συμμετέχουν στον όμιλο εταιριών με την επωνυμία Ελληνικά Χρηματιστήρια.

Για καθένα από τα τυποποιημένα συμβόλαια, στο ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών του Χ.Π.Α. υπάρχουν τιμές σε πραγματικό χρόνο, τις οποίες οι συναλλασσόμενοι μπορούν να παρακολουθήσουν σε οθόνες συναλλαγών και οι επενδυτές μπορούν να πληροφορηθούν μέσω των παροχών πληροφόρησης. Επίσης, ημερήσιες εφημερίδες δημοσιεύουν τις τιμές της προηγούμενης ημέρας συναλλαγών.

Μέσω της ανάλυσης που πραγματοποιήσαμε όσον αφορά το Χ.Π.Α., την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., τις κατηγορίες των μελών και της διαδικασίας ανοίγματος λογαριασμού του επενδυτή, γίνεται κατανοητή η δομή της Ελληνικής Αγοράς Παραγών.

3^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο κρίνουμε σκόπιμο να παρουσιάσουμε κάποιες ενδεικτικές (δημοφιλής) επενδυτικές στρατηγικές οι οποίες θα σας δείξουν πως μπορεί κάποιος να προσαρμόσει τις δυνατότητες που προσφέρει η αγορά παραγώγων στις δικές του επενδυτικές ανάγκες καθώς και να κατανοήσετε την χρήση της κάθε στρατηγικής με βάση τον κίνδυνο που επιθυμεί να αναλάβει ο αγοραστής.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή μιας στρατηγικής είναι το αναμενόμενο κέρδος (περιορισμένο/απεριοριστο), η αναμενόμενη ζημιά (περιορισμένη/απεριόριστη), η προσδοκία της αγοράς (ανοδική/αδιάφορη/καθοδική) και η προσδοκία μεταβλητότητας (ανοδική/αδιάφορη/καθοδική)

ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (LONG CALL)

Η πιο δημοφιλής στρατηγική Δικαιωμάτων. Χρησιμοποιείται και από συντηρητικούς επενδυτές που επιθυμούν λιγότερο ρίσκο από την κατοχή των ίδιων των μετοχών καθώς και από επιθετικούς επενδυτές. Δημιουργείται με την αγορά ενός Δικαιώματος Αγοράς με τιμή εξάσκησης (A).

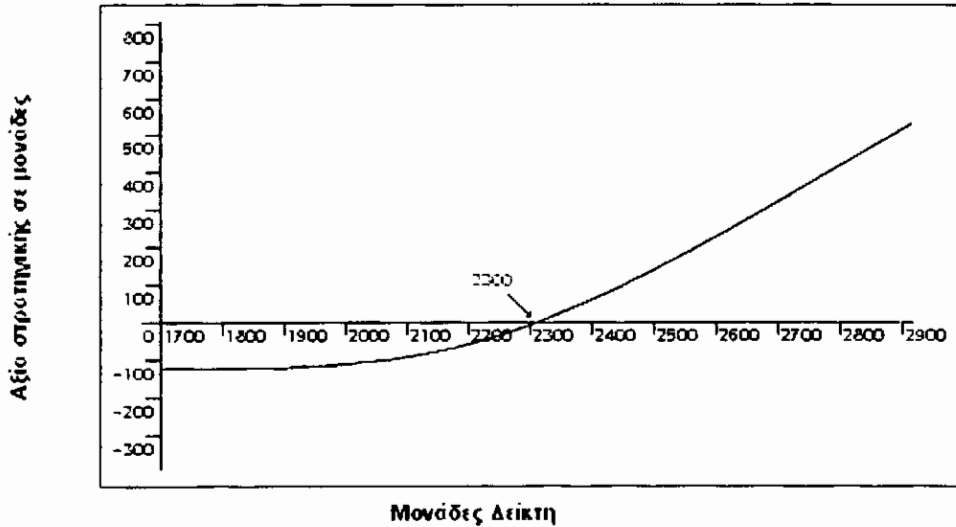
Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν ο επενδυτής περιμένει μελλοντική άνοδο του δείκτη συνδυασμένη με άνοδο μεταβλητότητας. Η επιλογή της τιμής εξάσκησης (A) του Δικαιώματος γίνεται ανάλογα με τις προσδοκίες του επενδυτή για την αγορά. Έτσι, όσο πιο σίγουροι είμαστε για την άνοδο του δείκτη τόσο πιο out-of-the money (OTM) πρέπει να είναι το Δικαίωμα

Είναι αξιοσημείωτο ότι καμία άλλη στρατηγική δε δίνει τόσο μεγάλο πλεονέκτημα μόχλευσης με μειωμένο ρίσκο σε άνοδο όσο η αγορά ενός Δικαιώματος Αγοράς. Επειδή στη στρατηγική αυτή ο αγοραστής καταβάλλει το τίμημα και η ζημιά είναι περιορισμένη, δεν απαιτείται περιθώριο ασφάλισης.

Παράδειγμα στη λήξη

Στις 10 Σεπτεμβρίου, ο δείκτης FTSE/ASE 20 βρίσκεται στις 2.300 μονάδες. Αγορά Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.250 μονάδες (A), τίμημα Δικαιώματος 150 μονάδες.

Σχήμα 3.1 ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (LONG CALL)



- ♦ **Μέγιστο κέρδος** : Απεριόριστο . Το κέρδος της στρατηγικής αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η άνοδος του υποκείμενου δείκτη .
- ♦ **Μέγιστη ζημιά**: Ίση με το τίμημα που δαπανήθηκε για τη δημιουργία της θέσης . Στη συγκεκριμένη περίπτωση 150 μονάδες δείκτη η 750 € . Πραγματοποιείται εάν στη λήξη ο υποκείμενος δείκτης βρίσκεται κάτω από την τιμή εξάσκησης (A).
- ♦ **Νεκρό σημείο** : Στο σημείο όπου η τιμή του υποκείμενου τίτλου ισούται με την τιμή εξάσκησης συν το τίμημα που δαπανήσαμε για τη δημιουργία της θέσης ($2250 + 150 = 2400$ μονάδες)

ΠΩΛΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (SHORT CALL)

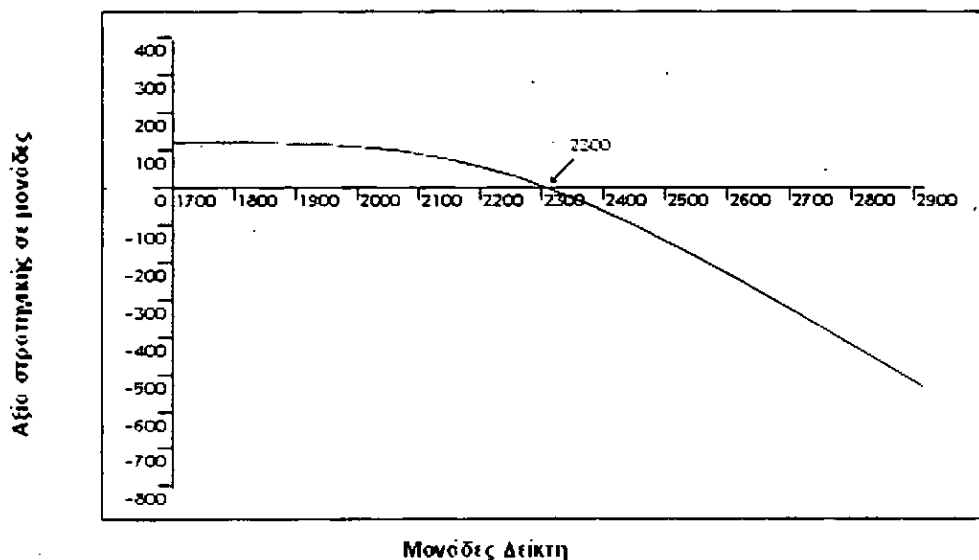
Δημιουργείται με την πώληση ενός Δικαιώματος Αγοράς με τιμή εξάσκησης (A). Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν ο επενδυτής περιμένει σταθερή αγορά ή μελλοντική πτώση του δείκτη συνδυασμένη με πτώση της μεταβλητότητας.

Ο πωλητής Δικαιώματος Αγοράς αναλαμβάνει υποχρέωση απέναντι στον αγοραστή κι έτσι ελπίζει ότι το Δικαίωμα θα εκπνεύσει χωρίς να εξασκηθεί. Η επιλογή της τιμής εξάσκησης (A) του Δικαιώματος γίνεται ανάλογα με τις προσδοκίες του επενδυτή για την αγορά και τη μεταβλητότητα. Έτσι, όσο πιο σίγουροι είμαστε για την πτώση του δείκτη, τόσο πιο in-the money (ITM) πρέπει να είναι το Δικαίωμα.

Είναι αξιοσημείωτο, ότι η θέση εμπεριέχει απεριόριστη δυνητική ζημιά σε περίπτωση ανόδου του υποκείμενου δείκτη, γι' αυτό και απαιτείται από τον επενδυτή η καταβολή περιθωρίου ασφάλισης (margin).

Παράδειγμα στη λήξη: Έστω ότι ο δείκτης FTSE/ASE-20 τον μήνα Σεπτέμβριο βρίσκεται στις 2.300 μονάδες. Πώληση Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.250 μονάδες (A), τίμημα Δικαιώματος 150 μονάδες.

Σχήμα 3.2 ΠΩΛΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (SHORT CALL)



- **Μέγιστο κέρδος:** Ίσο με το τίμημα που λαμβάνεται από τη δημιουργία της θέσης. Στη συγκεκριμένη περίπτωση 150 μονάδες δείκτη 750€. Πραγματοποιείται εάν στη λήξη ο υποκείμενος δείκτης βρίσκεται από τη τιμή εξάσκησης A.
- **Μέγιστη ζημιά:** Απεριόριστη. Η ζημιά της στρατηγικής αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η άνοδος του υποκείμενου δείκτη.

- **Νεκρό σημείο:** Στο σημείο όπου η τιμή του υποκείμενου τίτλου ισούται με την τιμή εξάσκησης συν το τίμημα που εισπράξαμε από τη δημιουργία της θέσης ($2250+150=2400$ μονάδες)

ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (LONG PUT)

Μια πολύ διαδεδομένη αμυντική στρατηγική δικαιωμάτων. Χρησιμοποιείται από συντηρητικούς επενδύτες που προσπαθούν να μειώσουν μέρος του κινδύνου από την κατοχή ενός χαρτοφυλακίου αλλά και από κερδοσκόπους που θέλουν να κερδίσουν από προσδοκία για πτώση του δείκτη .

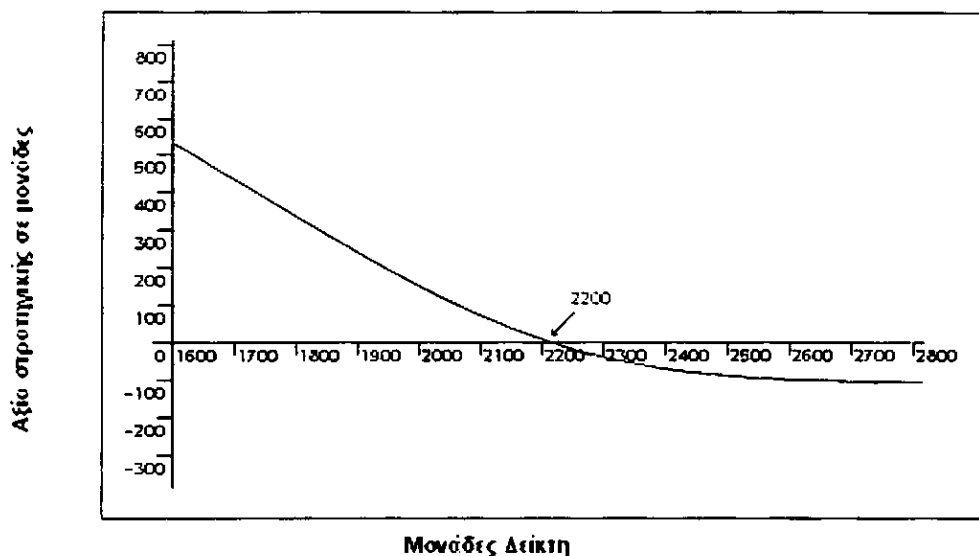
Δημιουργείται με την αγορά ενός δικαιώματος πώλησης με τιμή εξάσκησης (A) .Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν ο επενδύτης περιμένει μελλοντική πτώση του δείκτη συνδυασμένοι με άνοδο της μεταβλητότητας .Η επιλογή της τιμής εξάσκησης (A) του δικαιώματος γίνεται ανάλογα με τις προσδοκίες του επενδύτη για την αγορά .Έτσι όσο πιο σίγουροι είμαστε για επικείμενη πτώση του δείκτη τόσο πιο out of the money(OTM) πρέπει να είναι το δικαίωμα .

Είναι αξιοσημείωτο ότι καμία άλλη στρατηγική δε δίνει τόσο μεγάλο πλεονέκτημα μόχλευσης με μειωμένο ρίσκο σε πτώση όσο η αγορά ενός δικαιώματος πώλησης .Επειδή στη στρατηγική αυτή ο αγοραστής καταβάλλει το τίμημα και η ζημία είναι περιορισμένη δεν απαιτείται περιθώριο ασφάλισης .

Παράδειγμα στη λήξη

Στις 10 Σεπτεμβρίου ο δείκτης FTSE/ASE-20 βρίσκεται στις 2200 μονάδες . Αγορά δικαιώματος πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2250 μονάδες (A), τίμημα δικαιώματος 115 μονάδες

Σχήμα 3.3 ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (LONG PUT)



- **Μέγιστο κέρδος:** Απεριόριστο. Το κέρδος της στρατηγικής αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η πτώση του υποκείμενου δείκτη.
- **Μέγιστη ζημία:** Ίση με το τίμημα που δαπανήθηκε για τη δημιουργία της θέσης. Στη συγκεκριμένη περίπτωση 115 μονάδες δείκτη ή 575 €. Πραγματοποιείται εάν στη λήξη ο υποκείμενος δείκτης βρίσκεται πάνω από την τιμή εξάσκησης (A).
- **Νεκρό σημείο:** Στο σημείο που η τιμή του υποκείμενου τίτλου ισούται με την τιμή εξάσκησης μείον το τίμημα που δαπανήσαμε για τη δημιουργία της θέσης ($2250 - 115 = 2135$).

ΠΩΛΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT PUT)

Ο επενδύτης που ακολουθεί αυτή τη στρατηγική αναμένει μια σταδιακή αύξηση στην τιμή του δείκτη και μείωση της μεταβλητότητας του.

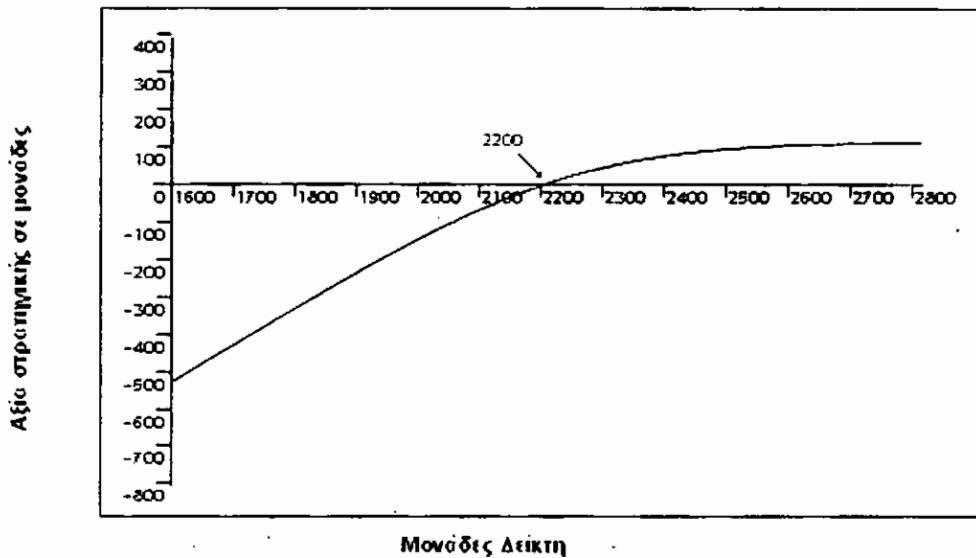
Δημιουργείται με την πώληση ενός δικαιώματος με τιμή εξάσκησης (A). Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν ο επενδύτης περιμένει σταθερή αγορά ή μελλοντική άνοδο του δείκτη συνδυασμένοι με πτώση της μεταβλητότητας. Η επιλογή της τιμής εξάσκησης (A) του δικαιώματος γίνεται ανάλογα με τις προσδοκίες του επενδύτη για την αγορά και τη μεταβλητότητα. Έτσι όσο πιο σίγουροι είμαστε για την επικείμενη άνοδο του δείκτη τόσο πιο in the money (ITM) πρέπει να είναι το δικαίωμα.

Είναι αξιοσημείωτο ότι θέση εμπεριέχει απεριόριστη δυνητική ζημία σε περίπτωση πτώσης του υποκείμενου δείκτη ,γι αυτό και απαιτείται από τον επενδύτη η καταβολή περιθωρίου ασφάλισης (margin).

Παράδειγμα στη λήξη

Στις 10 Σεπτεμβρίου ο δείκτης FTSE/ASE-20 βρίσκεται στις 2200 μονάδες Πώλησης δικαιώματος πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2250 μονάδες (A),τίμημα δικαιώματος 115 μονάδες .

Σχήμα 3.4 ΠΩΛΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT PUT)



- **Μέγιστο κέρδος** :Ίσο με το τίμημα που εισπράχθηκε από τη δημιουργία της θέσης .Στη συγκεκριμένη περίπτωση 115 μονάδες δείκτη η 575 € .Πραγματοποιείται εάν στη λήξη ο υποκείμενος δείκτης βρίσκεται πάνω από την τιμή εξάσκησης (A)
- **Μέγιστη ζημία**: Απεριόριστη .Η ζημία της στρατηγικής αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η πτώση του υποκείμενου δείκτη .
- **Νεκρό σημείο** :Στο σημείο όπου η τιμή του υποκείμενου δείκτη ισούται με την τιμή εξάσκησης μείον το τίμημα που δαπανήθηκε για τη δημιουργία της θέσης (2250-115 =2135 μονάδες).

ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ (CONVERSION)

Πρόκειται για μια δημοφιλή στρατηγική εξισορροπητικής κερδοσκοπίας που συνδυάζει αντίθετες θέσεις σε Δικαιώματα και Συμβολαία Μελλοντικής Εκπλήρωσης και αποσκοπεί στην εκμετάλλευση ενδεχόμενων αποτιμήσεων της αγοράς που απέχουν από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές των συμβολαίων. Δημιουργείται με την ταυτόχρονη αγορά ενός Σ. Μ. Ε. και την πώληση του αντίστοιχου συνθετικού Σ.Μ.Ε. (αγορά ενός Δικαιώματος Πώλησης και πώληση ενός Δικαιώματος Αγοράς με κοινή τιμή εξάσκησης). Το Σ.Μ.Ε. και τα δύο Δικαιώματα έχουν την ίδια λήξη.

Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν εντοπίζεται απόκλιση μεταξύ των τιμών των δύο εναλλακτικών επενδύσεων (Σ.Μ.Ε. στο δείκτη και συνθετικό Σ.Μ.Ε. στο δείκτη) που θα έχουν ακριβώς την ίδια αξία κατά την λήξη των συμβολαίων. Έτσι, ο επενδυτής αγοράζει τη σχετικά οικονομικότερη (Σ.Μ.Ε.) και πουλάει τη σχετικά ακριβότερη (συνθετικό Σ.Μ.Ε.) από τις δύο εναλλακτικές επενδύσεις. Στη λήξη του συμβολαίου, ο επενδυτής θα κλείσει ταυτόχρονα και τις δύο θέσεις του πραγματοποιώντας σίγουρο κέρδος. Η χρήση της στρατηγικής αυτής δεν προϋποθέτει ότι ο επενδυτής έχει συγκεκριμένη άποψη για την πορεία της αγοράς ή για τη μεταβλητότητα του δείκτη.

Επειδή η στρατηγική βασίζεται σε μικρές αποκλίσεις των τιμών της αγοράς από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές, οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται για εξισορροπητική κερδοσκοπία περιορίζονται από το χρόνο δράσης αλλά και από το κόστος των συναλλαγών. Έτσι τέτοιου είδους στρατηγικές χρησιμοποιούνται κυρίως από Ειδικούς Διαπραγματευτές της αγοράς Παραγώγων, που έχουν σχετικά μικρότερο κόστος συναλλαγών και εκκαθάρισης.

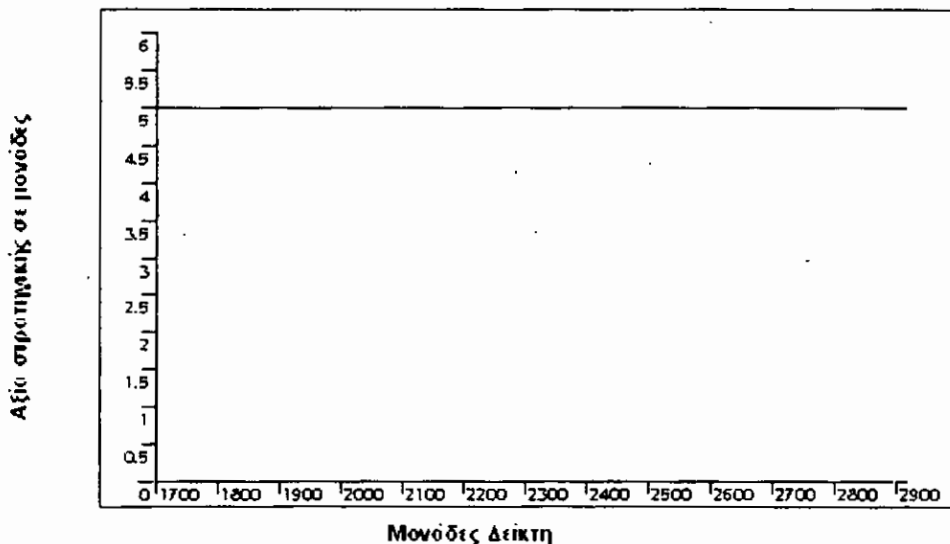
Παράδειγμα στη λήξη

- Στις 10 Σεπτεμβρίου, ο δείκτης FTSE/ASE20 βρίσκεται στις 2.300 μονάδες.
- Αγορά Σ.Μ.Ε. Οκτωβρίου. Τιμή διαπραγμάτευσης 2.305 μονάδες.
- Πώληση Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.250 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 133 μονάδες.

- ο Αγορά Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.250 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 73 μονάδες.

Το συνθετικό Σ.Μ.Ε. που πωλείται μέσω της αγοραπωλησίας των Δικαιωμάτων αντιστοιχεί σε μια τιμή διαπραγμάτευσης που δίδεται από τον εξής τύπο: $F^* = X + (c-p) \times [1 + (r-d) \times T/365]$. Χ είναι η τιμή εξάσκησης των Δικαιωμάτων, τα c και p συμβολίζουν τα τιμήματα του Δικαιώματος Αγοράς και Πώλησης, αντίστοιχα, και όπου r είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, d η ποσοστιαία ετησιοποίημένη μερισματική απόδοση του δείκτη και T ο αριθμός ημερών που υπολείπονται μέχρι τη λήξη των Δικαιωμάτων. Στην προκειμένη περίπτωση, η τιμή του συνθετικού Σ.Μ.Ε. είναι $F^* = 2.310,27$ μονάδες $[2.250 + (133-73) \times (1 + 4,5\% \times 0,1)]$.

Σχήμα 3.5 ΜΕΤΑΤΡΟΠΗ (CONVERSION)



- ο **Μέγιστο κέρδος:** Το κέρδος της στρατηγικής είναι η διαφορά τιμών μεταξύ του Σ.Μ.Ε. που αγοράζεται και του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που πωλείται ($2310,27 - 2305 = 527$ μονάδες ή 26,35 €). Είναι σταθερό ανεξαρτήτως της πορείας της αγορά και της μεταβλητότητας.
- ο **Μέγιστη ζημιά:** Δεν υπάρχει
- ο **Νεκρό σημείο:** Δεν υπάρχει

ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ (REVERSAL)

Πρόκειται για μια δημοφιλή στρατηγική εξισορροπητικής κερδοσκοπίας που συνδυάζει αντίθετες θέσεις σε Δικαιώματα και Συμβολαία Μελλοντικής Εκπλήρωσης και αποσκοπεί στην εκμετάλλευση ενδεχόμενων αποτιμήσεων της αγοράς που απέχουν από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές των συμβολαίων. Δημιουργείται με την ταυτόχρονη πώληση ενός Σ.Μ.Ε. και την αγορά του αντιστοίχου συνθετικού Σ.Μ.Ε. (πώληση ενός Δικαιώματος Πώλησης και αγορά ενός Δικαιώματος Αγοράς με κοινή τιμή εξάσκησης). Το Σ.Μ.Ε. και τα δύο Δικαιώματα έχουν την ίδια λήξη.

Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν εντοπίζεται απόκλιση μεταξύ των τιμών των δύο εναλλακτικών επενδύσεων (Σ.Μ.Ε. στο δείκτη και συνθετικό Σ.Μ.Ε. Στο δείκτη) που θα έχουν ακριβώς την ίδια αξία κατά την λήξη των συμβολαίων. Έτσι, ο επενδυτής αγοράζει τη σχετικά οικονομικότερη (συνθετικό Σ.Μ.Ε.) και πουλάει τη σχετικά ακριβότερη (Σ.Μ.Ε.) από τις δύο εναλλακτικές επενδύσεις. Στη λήξη του συμβολαίου, ο επενδυτής θα κλείσει ταυτόχρονα και τις δύο θέσεις του πραγματοποιώντας σίγουρο κέρδος. Η χρήση της στρατηγικής αυτής δεν προϋποθέτει ότι ο επενδυτής έχει συγκεκριμένη άποψη για την πορεία της αγοράς ή για τη μεταβλητότητα του δείκτη.

Επειδή η στρατηγική βασίζεται σε μικρές αποκλίσεις των τιμών της αγοράς από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές, οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται για εξισορροπητική κερδοσκοπία περιορίζονται από το χρόνο δράσης αλλά και από το κόστος των συναλλαγών. Έτσι τέτοιου είδους στρατηγικές χρησιμοποιούνται κυρίως από Ειδικούς Διαπραγματευτές της αγοράς Παραγώγων που έχουν σχετικά μικρότερο κόστος συναλλαγών και εκκαθάρισης.

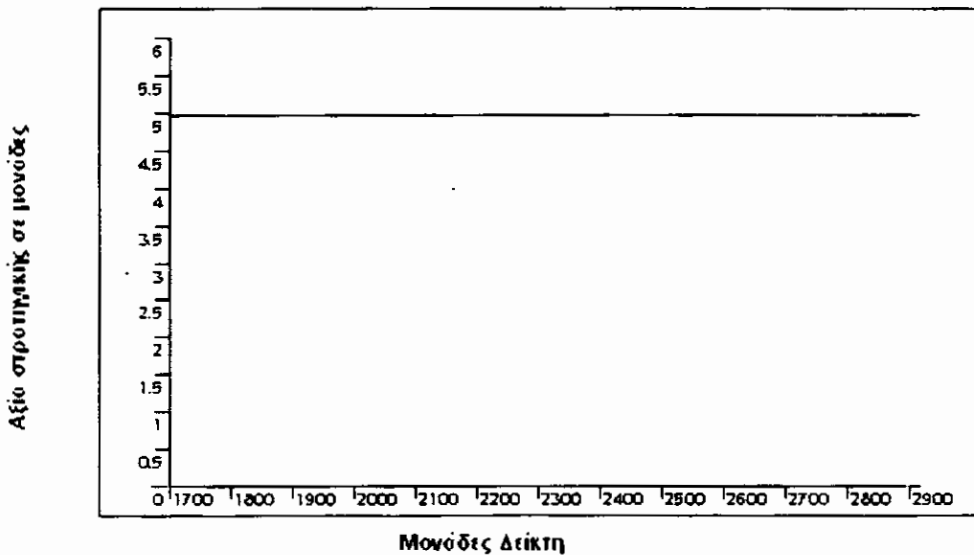
Παράδειγμα στη λήξη

- Στις 10 Σεπτεμβρίου, ο δείκτης FTSE/ASE 20 βρίσκεται στις 2.300 μονάδες.
- Πώληση Σ.Μ.Ε. Οκτωβρίου. Τιμή διαπραγμάτευσης 2.310 μονάδες.
- Αγορά Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.250 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 125 μονάδες.

- Πώληση Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.250 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 75 μονάδες.

Το συνθετικό Σ.Μ.Ε. που αγοράζεται μέσω της αγοραπωλησίας των Δικαιωμάτων αντιστοιχεί σε μια τιμή διαπραγμάτευσης που δίνεται από τον εξής τύπο: $F^* = X + (c - \rho) \times [1 + (r - d) \times T/365]$. Χ είναι η τιμή εξάσκησης των Δικαιωμάτων, τα c και ρ συμβολίζουν τα τιμήματα του Δικαιώματος Αγοράς και Πώλησης, αντίστοιχα, και όπου r είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, d η ποσοστιαία ετησιοποίημενη μερισματική απόδοση του δείκτη και T ο αριθμός ημερών που υπολείπονται μέχρι τη λήξη των Δικαιωμάτων. Στην προκειμένη περίπτωση, η τιμή του συνθετικού Σ.Μ.Ε. είναι $F^*=2.300,22$ μονάδες $[2.250 + (125-75) \times (1 + 4,5\% \times 0,1)]$.

Σχήμα 3.6 ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ (REVERSAL)



- **Μέγιστο κέρδος:** Το κέρδος της στρατηγικής είναι η διαφορά τιμών μεταξύ του Σ.Μ.Ε. που πωλείται και του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που αγοράζεται (2310-2300,22=9,87 μονάδες ή 48,9 €). Είναι σταθερό ανεξαρτήτως της πορείας της αγοράς και της μεταβλητότητας
- **Μέγιστη ζημιά:** Δεν υπάρχει
- **Νεκρό σημείο:** Δεν υπάρχει

ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΚΟΥΤΙΟΥ (LONG BOX)

Πρόκειται για μια στρατηγική εξισορροπητικής κερδοσκοπίας που συνδυάζει αντίθετες συνθετικές θέσεις σε Σ.Μ.Ε. που δημιουργούνται εξ' ολοκλήρου με Δικαιώματα. Η στρατηγική αποσκοπεί στην εκμετάλλευση αποτιμήσεων της αγοράς που απέχουν από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές των Δικαιωμάτων. Δημιουργείται με την ταυτόχρονη αγορά ενός συνθετικού Σ. Μ. Ε. (αγορά ενός Δικαιώματος Αγοράς και πώληση ενός Δικαιώματος Πώλησης με χαμηλή τιμή εξάσκησης (A)) και την πώληση ενός άλλου συνθετικού Σ.Μ.Ε. (πώληση ενός Δικαιώματος Αγοράς και αγορά ενός Δικαιώματος Πώλησης με υψηλότερη τιμή εξάσκησης (B)). Όλα τα Δικαιώματα έχουν την ίδια λήξη. Αξίζει να σημειωθεί ότι η δημιουργία της στρατηγικής μπορεί να αναλυθεί και ως ένας συνδυασμός ενός Κάθετου Ανοδικού Ανοίγματος με Δικαιώματα Αγοράς (Vertical Bull Call Spread) και ενός Κάθετου Καθοδικού Ανοίγματος με Δικαιώματα Πώλησης (Vertical Bear Put Spread).

Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν εντοπίζεται απόκλιση μεταξύ των τιμών των δύο συνθετικών Σ.Μ.Ε. που θα έχουν ακριβώς την ίδια αξία κατά την λήξη των συμβολαίων. Έτσι, ο επενδυτής αγοράζει το σχετικά οικονομικότερο συνθετικό Σ.Μ.Ε. (Δικαιώματα με τιμή εξάσκησης (A)) και πουλάει το σχετικά ακριβότερο συνθετικό Σ.Μ.Ε. (Δικαιώματα με τιμή εξάσκησης (B)). Στη λήξη των συμβολαίων, ο επενδυτής θα κλείσει ταυτόχρονα και τις δύο θέσεις του πραγματοποιώντας σίγουρο κέρδος. Η χρήση της στρατηγικής αυτής δεν προϋποθέτει ότι ο επενδυτής έχει συγκεκριμένη άποψη για την πορεία της αγοράς ή για τη μεταβλητότητα του δεκτή.

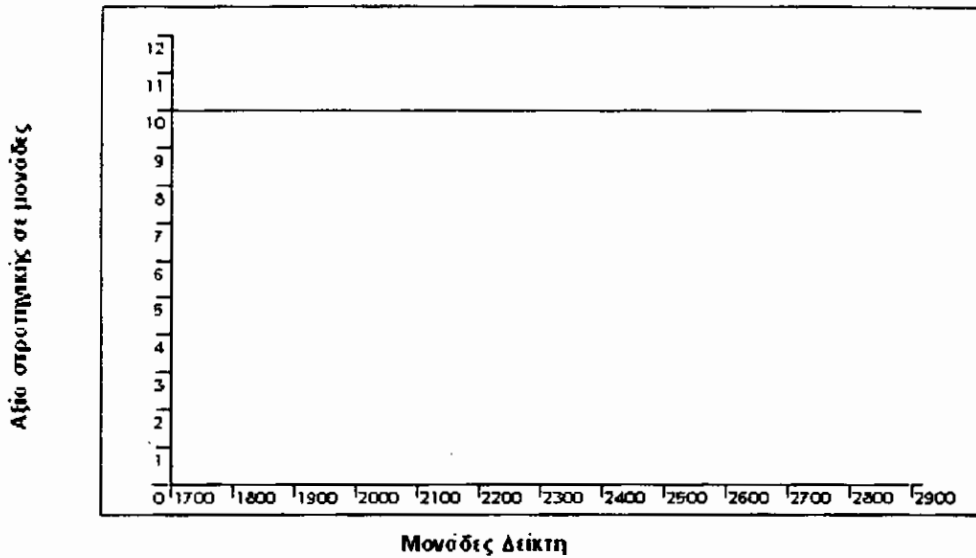
Επειδή η στρατηγική βασίζεται σε μικρές αποκλίσεις των τιμών της αγοράς από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές, οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται για εξισορροπητική κερδοσκοπία με Δικαιώματα περιορίζονται από το χρόνο δράσης αλλά και από το κόστος των συναλλαγών. Έτσι τέτοιου είδους στρατηγικές χρησιμοποιούνται κυρίως από Ειδικούς Διαπραγματευτές της αγοράς Παραγώγων που έχουν σχετικά μικρότερο κόστος συναλλαγών και εκκαθάρισης.

Παράδειγμα στη λήξη

- ◊ Στις 10 Σεπτεμβρίου, ο δείκτης FTSE/ASE 20 βρίσκεται στις 2.300 μονάδες.
- ◊ Αγορά Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (A) στις 2.200 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 165 μονάδες.
- ◊ Πώληση Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (A) στις 2.200 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 60 μονάδες.
- ◊ Πώληση Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (B) στις 2.350 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 90 μονάδες.
- ◊ Αγορά Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (B) στις 2.350 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 125 μονάδες.

Καθένα από τα συνθετικά Σ.Μ.Ε. που δημιουργούνται μέσω της αγοραπωλησίας των Δικαιωμάτων αντιστοιχεί σε μια τιμή διαπραγμάτευσης που δίνεται από τον εξής τύπο: $F^* = X + (c - p) \times [1 + (r - d) \times T/365]$. Χ είναι η τιμή εξάσκησης των Δικαιωμάτων, τα c και p συμβολίζουν τα τιμήματα του Δικαιώματος Αγοράς και Πώλησης, αντίστοιχα, και όπου r είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, d η ποσοστιαία ετησιοποίημενη μερισματική απόδοση του δείκτη και T ο αριθμός ημερών που υπολείπονται μέχρι τη λήξη των Δικαιωμάτων. Στην προκειμένη περίπτωση, η τιμή του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που αγοράζεται είναι 2.305,47 μονάδες $[2.200 + (165-60) \times (1 + 4,5 \% \times 0,1)]$ και η τιμή του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που πωλείται είναι 2.314,84 μονάδες $[2.350 + (90-125) \times (1 + 4,5 \% \times 0,1)]$.

Σχήμα 3.7 ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΚΟΥΤΙΟΥ (LONG BOX)



- **Μέγιστο κέρδος:** Το κέρδος της στρατηγικής είναι η διαφορά τιμών μεταξύ του Σ.Μ.Ε. που πωλείται και του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που αγοράζεται ($2314,84 - 2305,47 = 9,37$ μονάδες ή 46,85 €). Είναι σταθερό ανεξαρτήτως της πορείας της αγοράς και της μεταβλητότητας
- **Μέγιστη ζημιά:** Δεν υπάρχει
- **Νεκρό σημείο:** Δεν υπάρχει

ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΚΟΥΤΙΟΥ (SHORT BOX)

Πρόκειται για μια στρατηγική εξισορροπητικής κερδοσκοπίας που συνδυάζει αντίθετες συνθετικές θέσεις σε Σ.Μ.Ε. που δημιουργούνται εξ' ολοκλήρου με Δικαιώματα. Η στρατηγική αποσκοπεί στην εκμετάλλευση αποτιμήσεων της αγοράς που απέχουν από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές των Δικαιωμάτων. Δημιουργείται με την ταυτόχρονη αγορά ενός συνθετικού Σ.Μ.Ε. (αγορά ενός Δικαιώματος Αγοράς και πώληση ενός Δικαιώματος Πώλησης με υψηλή τιμή εξάσκησης (B)) και την πώληση ενός άλλου συνθετικού Σ.Μ.Ε. (πώληση ενός Δικαιώματος Αγοράς και αγορά ενός Δικαιώματος Πώλησης με χαμηλότερη τιμή εξάσκησης (A)). Όλα τα Δικαιώματα έχουν την ίδια λήξη. Αξίζει να σημειωθεί ότι η δημιουργία της στρατηγικής μπορεί να αναλυθεί και ως ένας συνδυασμός ενός Κάθετου Ανοδικού Ανοίγματος με Δικαιώματα Πώλησης

(Vertical Bull Put Spread) και ενός Κάθετου Καθοδικού Ανοίγματος με Δικαιώματα Αγοράς (Vertical Bear Call Spread).

Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν εντοπίζεται απόκλιση μεταξύ των τιμών των δύο συνθετικών Σ.Μ.Ε. που θα έχουν ακριβώς την ίδια αξία κατά την λήξη των συμβολαίων. Έτσι, ο επενδυτής αγοράζει το σχετικά οικονομικότερο συνθετικό Σ.Μ.Ε. (Δικαιώματα με τιμή εξάσκησης (B)) και πουλάει το σχετικά ακριβότερο συνθετικό Σ.Μ.Ε. (Δικαιώματα με τιμή εξάσκησης (A)). Στη λήξη των συμβολαίων, ο επενδυτής θα κλείσει ταυτόχρονα και τις δύο θέσεις του πραγματοποιώντας σίγουρο κέρδος. Η χρήση της στρατηγικής αυτής δεν προϋποθέτει ότι ο επενδυτής έχει συγκεκριμένη άποψη για την πορεία της αγοράς ή για τη μεταβλητότητα του δείκτη.

Επειδή η στρατηγική βασίζεται σε μικρές αποκλίσεις των τιμών της αγοράς από τις αντίστοιχες θεωρητικές τιμές, οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται για εξισορροπητική κερδοσκοπία με Δικαιώματα περιορίζονται από το χρόνο δράσης αλλά και από το κόστος των συναλλαγών. Έτσι, τέτοιου είδους στρατηγικές χρησιμοποιούνται κυρίως από Ειδικούς Διαπραγματευτές της αγοράς Παραγώγων που έχουν σχετικά μικρότερο κόστος συναλλαγών και εκκαθάρισης.

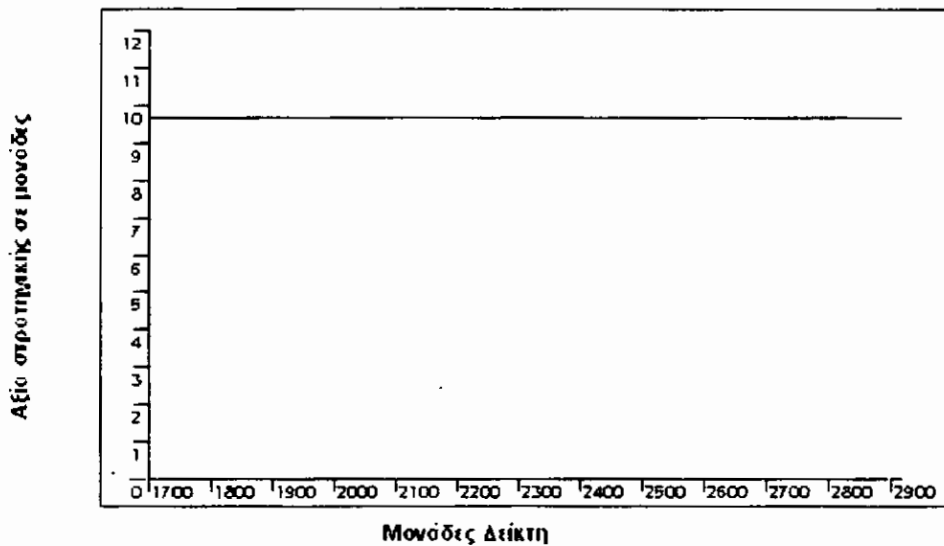
Παράδειγμα στη λήξη

- Στις 10 Σεπτεμβρίου, ο δείκτης FTSE/ASE20 βρίσκεται στις 2.300 μονάδες.
- Πώληση Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (A) στις 2.200 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 160 μονάδες.
- Αγορά Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (A) στις 2.200 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 50 μονάδες.
- Αγορά Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (B) στις 2.350 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 80 μονάδες.
- Πώληση Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης (B) στις 2.350 μονάδες, τίμημα Δικαιώματος 129 μονάδες.

Καθένα από τα συνθετικά Σ.Μ.Ε. που δημιουργούνται μέσω της αγοραπωλησίας των Δικαιωμάτων αντιστοιχεί σε μια τιμή διαπραγμάτευσης που δίνεται από τον εξής τύπο:

$F^* = X + (c-p) \times [1 + (r-d) \times T/365]$. Χ είναι η τιμή εξάσκησης των Δικαιωμάτων, τα c και p συμβολίζουν τα τιμήματα του Δικαιώματος Αγοράς και Πώλησης, αντίστοιχα, και όπου r είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, d η ποσοστιαία ετησιοποίημενη μερισματική απόδοση του δείκτη και T ο αριθμός ημερών που υπολείπονται μέχρι τη λήξη των Δικαιωμάτων. Στην προκειμένη περίπτωση, η τιμή του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που πωλείται είναι 2.310,50 μονάδες $[2.200 + (160-50) \times (1 + 4,5 \% \times 0,1)]$ και η τιμή του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που αγοράζεται είναι 2.300,78 μονάδες $[2.350 + (80-129) \times (1 + 4,5 \% \times 0,1)]$.

Σχήμα 3.8 ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΚΟΥΤΙΟΥ (SHORT BOX)



- **Μέγιστο κέρδος:** Το κέρδος της στρατηγικής είναι η διαφορά τιμών μεταξύ του Σ.Μ.Ε. που πωλείται και του συνθετικού Σ.Μ.Ε. που αγοράζεται (2310,50-2300,78=9,72 μονάδες ή 48,6 €). Είναι σταθερό ανεξαρτήτως της πορείας της αγοράς και της μεταβλητότητας
- **Μέγιστη ζημιά:** Δεν υπάρχει
- **Νεκρό σημείο:** Δεν υπάρχει

ΠΡΟΣΤΑΤΕΥΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (PROTECTIVE PUT)

Πρόκειται για μια δημοφιλή στρατηγική αντιστάθμισης κίνδυνου που μπορεί να χρησιμοποιηθεί από κατόχους χαρτοφυλακίου. Δημιουργείται με την αγορά του χαρτοφυλακίου που αντιστοιχεί στον υποκείμενο δείκτη και την αγορά ενός Δικαιώματος Πώλησης με τιμή εξάσκησης (A) κοντά στην τιμή διαπραγμάτευσης του δείκτη (Δικαίωμα ATM).

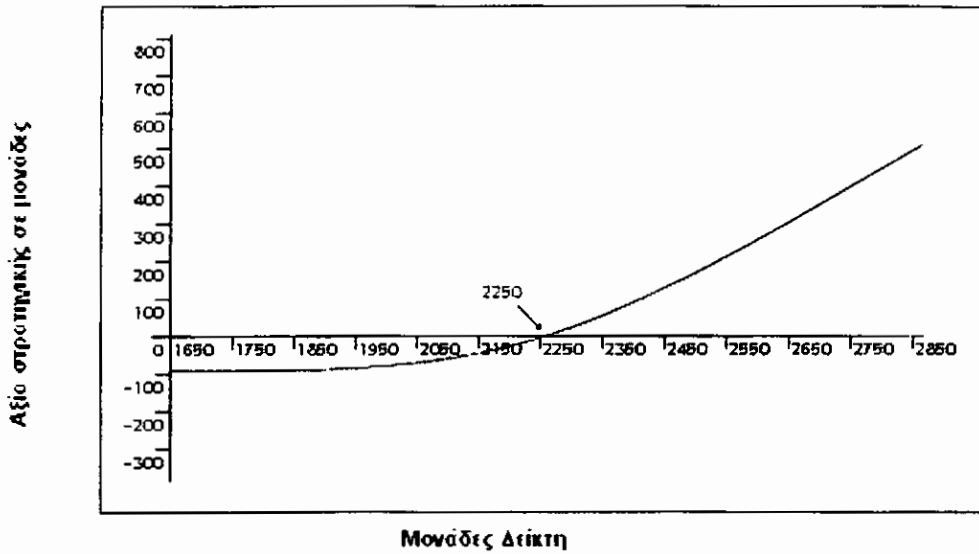
Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν ο επενδυτής επιθυμεί να προστατεύσει το χαρτοφυλάκιο του από μεγάλη ενδεχόμενη πτώση του δείκτη, διατηρώντας όμως παράλληλα τη δυνατότητα υψηλού κέρδους σε περίπτωση ανόδου του δείκτη. Αγοράζοντας ένα Δικαίωμα Πώλησης ο επενδυτής καταβάλλει το τίμημα του Δικαιώματος (premium). Εάν οι φόβοι του για πτώση του δείκτη επαληθευτούν, το Δικαίωμα Πώλησης θα προσφέρει κέρδη που θα αντισταθμίζουν τη ζημία του χαρτοφυλακίου. Έτσι, σε αυτή την περίπτωση, η μέγιστη ζημία του θα είναι το premium που δαπανήθηκε για τη δημιουργία της στρατηγικής, ανεξάρτητα από το ποσοστό πτώσης του δείκτη. Εάν αντίθετα η πορεία του δείκτη είναι ανοδική, το Δικαίωμα Πώλησης θα χάνει σταδιακά από την αξία του και, συνολικά, ο επενδυτής θα διατηρεί τα απεριόριστα δυνατικά κέρδη για μεγάλη άνοδο του δείκτη, από την κατοχή του χαρτοφυλακίου.

Είναι αξιοσημείωτο ότι η στρατηγική αυτή είναι ανάλογη της θέσης αγοράς συνθετικού Δικαιώματος Αγοράς (long synthetic call). Για αυτό οι δυο θέσεις έχουν ανάλογο προφίλ κερδών-ζημιών. Δεν απαιτείται καταβολή περιθωρίου ασφάλισης από τον επενδυτή, εφόσον προεξοφλείται η μέγιστη δυνατική ζημία με το premium του Δικαιώματος.

Παράδειγμα στη λήξη

- ✓ Στις 10 Σεπτεμβρίου, ο δείκτης FTSE/ASE 20 βρίσκεται στις 2.250 μονάδες.
- ✓ Αγορά χαρτοφυλακίου του υποκείμενου δείκτη στις 2.250 μονάδες (A).
- ✓ Αγορά Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.250 μονάδες (A), τίμημα Δικαιώματος 95 μονάδες.

Σχήμα 3.9 ΠΡΟΣΤΑΤΕΥΤΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ (PROTECTIVE PUT)



- ✓ **Μέγιστο κέρδος:** Απεριόριστο. Το κέρδος της στρατηγικής αυξάνεται όσο μεγαλύτερη είναι η άνοδος του υποκείμενου δείκτη.
- ✓ **Μέγιστη ζημιά:** Περιορισμένη. Η ζημιά της στρατηγικής περιορίζεται στο τίμημα του δικαιώματος που αγοράζεται εάν στη λήξη η τιμή του υποκείμενου δείκτη παρουσιάσει πτώση (95 μονάδες ή 475 €).
- ✓ **Νεκρό σημείο:** Σημείο όπου στη λήξη (στη λήξη των Δικαιωμάτων) η τιμή του υποκείμενου τίτλου ισούται με την τιμή εξάσκησης (A) συν το τίμημα που δαπανήθηκε για τη δημιουργία της στρατηγικής ($2250+95=2345$ μονάδες).

ΑΓΟΡΑ COLLAR

Πρόκειται για μια αρκετά δημοφιλή στρατηγική αντιστάθμισης κινδύνου που μπορεί να χρησιμοποιηθεί από κατόχους χαρτοφυλακίου. Δημιουργείται με την αγορά του χαρτοφυλακίου που αντιστοιχεί στον υποκείμενο δείκτη, την αγορά ενός Δικαιώματος Πώλησης (OTM) με τιμή εξάσκησης (A) και την πώληση ενός Δικαιώματος Αγοράς (OTM) με τιμή εξάσκησης (B). Η τιμή εξάσκησης (A) και η τιμή εξάσκησης (B) βρίσκονται λίγο χαμηλότερα και λίγο υψηλότερα, αντίστοιχα, από την τιμή διαπραγμάτευσης του δείκτη.

Η στρατηγική αυτή χρησιμοποιείται όταν ο επενδυτής πιστεύει ότι η άνοδος του δείκτη θα είναι περιορισμένη, αλλά επιθυμεί παράλληλα να προστατεύσει

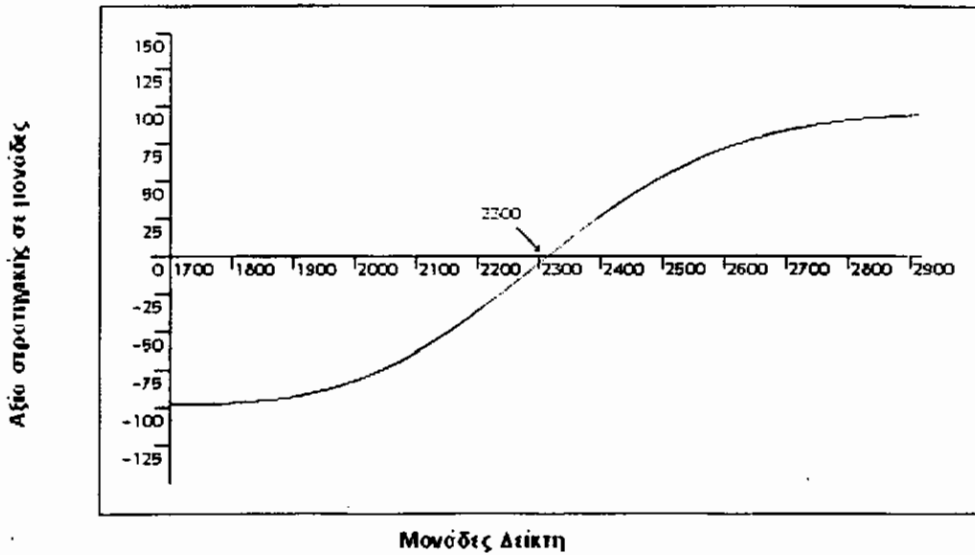
αποτελεσματικά το χαρτοφυλάκιο του από ενδεχόμενη πτώση, χωρίς να έχει ιδιαίτερο πρόσθετο κόστος. Η αγορά Δικαιώματος Πώλησης αντιστοιχεί σε αρχικό έξοδο (τίμημα του Δικαιώματος), ενώ η πώληση Δικαιώματος Αγοράς αντιστοιχεί σε αρχικό έσοδο (τίμημα του Δικαιώματος). Συνολικά το αρχικό κόστος ή έσοδο της στρατηγικής είναι πολύ μικρό (η διαφορά μεταξύ των δύο premium). Εάν οι φόβοι του επενδυτή για πτώση του δείκτη επαληθευτούν, το Δικαίωμα Πώλησης θα προσφέρει κέρδη που θα αντισταθμίζουν τη ζημία του χαρτοφυλακίου. Έτσι, σε αυτή την περίπτωση, η μέγιστη ζημία του θα είναι περιορισμένη, ανεξάρτητα από το ποσοστό πτώσης του δείκτη. Εάν αντίθετα η πορεία του δείκτη είναι ανοδική, το Δικαίωμα Αγοράς που πωλείται αποκτά εσωτερική αξία και ενδεχομένως εξασκείται στη λήξη. Έτσι, σε αυτή την περίπτωση, τα κέρδη του επενδυτή περιορίζονται σε μια σταθερή τιμή, ανεξάρτητα από το ποσοστό ανόδου του δείκτη.

Ο επενδυτής επιλέγει τις τιμές εξάσκησης των Δικαιωμάτων ανάλογα με τις προσδοκίες του για την πορεία του υποκείμενου δείκτη. Έτσι, η επιλογή της υψηλότερης τιμής εξάσκησης (B) οριοθετεί τα μέγιστα κέρδη από το χαρτοφυλάκιο σε άνοδο, ενώ η επιλογή της κατώτερης τιμής εξάσκησης (A) οριοθετεί τη μέγιστη ζημία του επενδυτή σε πτώση του δείκτη.

Παράδειγμα στη λήξη

- Στις 10 Σεπτεμβρίου, ο δείκτης FTSE/ASE 20 βρίσκεται στις 2.300 μονάδες.
- Αγορά χαρτοφυλακίου του υποκείμενου δείκτη στις 2.300 μονάδες.
- Αγορά Δικαιώματος Πώλησης Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.200 μονάδες (A), τίμημα Δικαιώματος 55 μονάδες.
- Πώληση Δικαιώματος Αγοράς Οκτωβρίου με τιμή εξάσκησης στις 2.400 μονάδες (B), τίμημα Δικαιώματος 65 μονάδες.
- Στη συγκεκριμένη περίπτωση ο επενδυτής έχει έσοδο 10 μονάδες (65-55) από τη στρατηγική.

Σχήμα 3.10 ΑΓΟΡΑ COLLAR



- **Μέγιστο κέρδος:** Υψηλότερη τιμή εξάσκησης (B) μείον τιμή αγοράς του χαρτοφυλακίου, συν το έσοδο(ή μείον το κόστος εάν πρόκειται για κόστος) της στρατηγικής. Στη συγκεκριμένη περίπτωση 110 μονάδες δείκτη $[(2400-2300)+(65-55)]$ ή 450 €.
- **Μέγιστη ζημιά:** Τιμή αγοράς του χαρτοφυλακίου μείον χαμηλότερη τιμή εξάσκησης (A) μείον το έσοδο (ή συν το κόστος εάν πρόκειται για κόστος) της στρατηγικής. Στη συγκεκριμένη περίπτωση 90 μονάδες δείκτη $[(2300-2200)-(65-55)]$ ή 450 €.
- **Νεκρό σημείο:** Σημείο όπου (στη λήξη των Δικαιωμάτων) η τιμή του υποκείμενου τίτλου ισούται με την τιμή αγοράς του χαρτοφυλακίου συν το έσοδο(ή μείον το κόστος) της στρατηγικής $(2300+(65-55)=2310$ μονάδες.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αν προσπαθούσαμε να κατηγοριοποιήσουμε τις παραπάνω στρατηγικές σύμφωνα με τις κατηγορίες των επενδυτών δηλαδή Αντισταθμιστές κινδύνου (Hedgers), Κερδοσκόποι (Speculators) και Εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (Arbitrageurs), προκύπτουν και οι αντίστοιχες κατηγορίες στρατηγικών:

- **Στρατηγικές Αντιστάθμισης Κινδύνου:** εφαρμόζονται από επενδυτές οι οποίοι χρησιμοποιούν τα παράγωγα προϊόντα για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των θέσεών τους στην υποκείμενη αγορά, στην οποία διατηρούν χαρτοφυλάκια μετοχών, έναντι πιθανής απώλειας αξίας από την πτώση των τιμών.

Τέτοιες στρατηγικές είναι: Προστατευτική Αγορά Δικαιώματος Πώλησης (Protective Put) και η Αγορά Collar.

- **Στρατηγικές Προσδοκίας:** εφαρμόζονται από συναλλασσόμενους που έχουν συναίσθηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν, αλλά επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες για κέρδος.

Τέτοιες στρατηγικές είναι: Αγορά Δικαιώματος Αγοράς (Long Call), Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Short Call), Αγορά Δικαιώματος Πώλησης (Long Put), Πώληση Δικαιώματος Πώλησης (Short Put)

- **Στρατηγικές Εξισορροπητικής Κερδοσκοπίας:** εφαρμόζονται όταν οι τιμές στις δύο αγορές (τρέχουσα και αγορά παραγώγων) αποκλίνουν πολύ μεταξύ τους και τότε οι arbitrageurs παίρνουν αντίθετες θέσεις ταυτόχρονα στις 2 αγορές για να κερδίσουν από αυτή την απόκλιση.

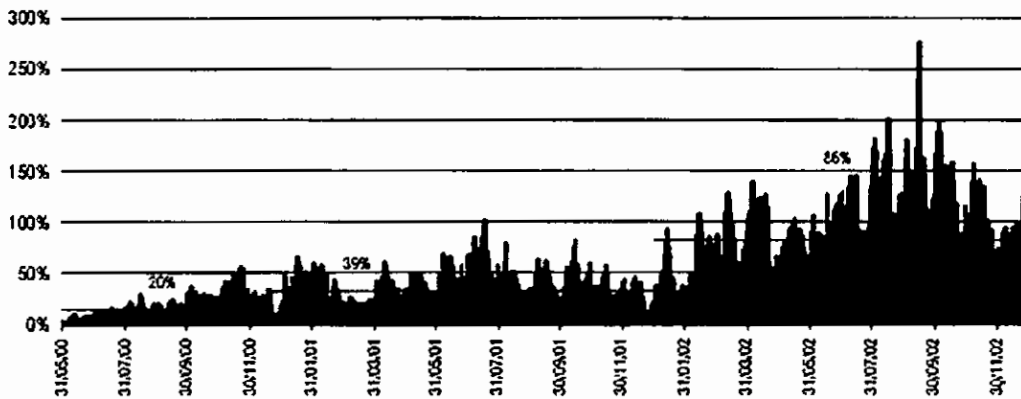
Τέτοιες στρατηγικές είναι: Μετατροπή (Conversion), Αντιστροφή (Reversal), Θέση Αγοράς Κουτιού (Long Box) και Θέση Πώλησης Κουτιού (Short Box).

Οι αποδόσεις της κάθε στρατηγικής είναι ανάλογες με τα αναμενόμενα αποτελέσματα και τις θέσεις που λαμβάνει ο επενδυτής. Οπότε δεν μπορούμε να αναδείξουμε μία από τις παραπάνω ως τη βέλτιστη λύση.

4^ο ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η πορεία των τελευταίων ετών όσον αφορά την αγορά των παραγώγων στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαγράφεται έντονα αναπτυξιακή, αποτελεσματική και κερδοφόρα. Κατά τα προηγούμενα έτη παρατηρήθηκε αύξηση του λόγου της αξίας των συναλλαγών στην Αγορά Παραγώγων έναντι του συνολικού τζίρου που πραγματοποιήθηκε στην αγορά μετοχών

Σχήμα 4.1 Αναλογία τζίρου αγοράς παραγώγων προς τζίρου μετοχών



Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Κατά τη διάρκεια του 2003 εισήχθησαν νέα προϊόντα προς διαπραγμάτευση στην αγορά παραγώγων του Χ.Α., τα οποία συμπληρώνουν το εύρος των εργαλείων που βρίσκονται στη διάθεση των διαχειριστών χαρτοφυλακίων και ιδιωτών που δραστηριοποιούνται στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Στόχος της εισαγωγή νέων προϊόντων είναι η πλήρης κάλυψη των αναγκών των επενδυτών και η συνεισφορά τους στην αναβάθμιση – ωρίμανση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα.

Η οργανωμένη αγορά των παράγωγων προϊόντων διαγράφει μία συνεχή ανοδική πορεία με δυναμικούς ρυθμούς αύξησης του όγκου συναλλαγών και των ανοικτών θέσεων. Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., το 2003 ο συνολικός αριθμός των συμβολαίων, που διαπραγματεύτηκαν στην αγορά παραγώγων και εκκαθαρίστηκαν από την ίδια, ανήλθε σε 9.683.044 έναντι 7.387.574 συμβολαίων την αντίστοιχη περίοδο του 2002 σημειώνοντας αύξηση της τάξης του 31% και 4.358.866 την αντίστοιχη περίοδο του 2001 σημειώνοντας αύξηση 69% σε

σχέση με το 2002. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα ο μέσος ημερήσιος αριθμός συμβολαίων να αυξηθεί το 2003 σε 19.771 συμβόλαια έναντι 14.921 συμβόλαια το 2002 και 9.025 το 2001.

Με βάση αυτά τα αποτελέσματα, η αγορά παραγώγων του Χ.Α. και η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. κατέλαβαν κατά το έτος 2003 την πολύ τιμητική έβδομη θέση μεταξύ των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων παραγώγων, όσον αφορά τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε δείκτες μετοχών και τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων σε δείκτες μετοχών.

Τα οικονομικά αποτελέσματα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. επιβεβαιώνουν με τον καλύτερο τρόπο τα επιτεύγματα αυτής της περιόδου. Συγκεκριμένα, ο κύκλος εργασιών του 2003 ανήλθε στα 4.134.957,41 ευρώ σημειώνοντας αύξηση 10% έναντι 3.940.000 της χρήσης 2002 και 3.800.000 την αντίστοιχη περίοδο του 2001, σημειώνοντας αύξηση 4%. Ενώ τα καθαρά κέρδη προ φόρων ανήλθαν στο 2.958.227,34 ευρώ σημειώνοντας αύξηση 100% έναντι του 2002.

Πίνακας 4.2 ΜΕΣΟΣ ΗΜΕΡΗΣΙΟΣ ΑΡΙΘΜΟΣ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ					
Προϊόντα	2003	2002	2001	Ποσοστό Αύξησης (Μείωσης) 2003-2002	Ποσοστό Αύξησης (Μείωσης) 2002-2001
ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE-20	11.373	8.403	5.259	34,80%	59%
ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40	311	1.049	2.111	(77,63%)	(49,69%)
Δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE-20	5.548	4.102	1.146	34,99%	357,9%
Δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40	75	180	109	(57,82%)	65%
ΣΜΕ στη μετοχή του ΟΤΕ	884	230	-	277,79%	-
ΣΜΕ στη μετοχή της ΕΘΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ	278	115	-	140,30%	-
ΣΜΕ στη μετοχή της 3Ε	57	46	-	22,99%	-
ΣΜΕ στη μετοχή της PANAΦON	62	142	-	(55,71%)	-
ΣΜΕ στη μετοχή της ALPHA BANK	311	142	-	118,67%	-
ΣΜΕ στη μετοχή της INTRACOM	341	151	-	124,83%	-
Δικαιώματα σε μετοχές	60	-	-	-	-
ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD	470	-	-	-	-
ΣΥΝΟΛΟ ΣΜΕ & ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ	19.771	14.921	8.695	31,08%	66,43%
Stock Repo (σύνολο συμβολαίων για το έτος)	191.852	159.604	*	20,21%	
Stock Reverse Repo (σύνολο συμβολαίων για το έτος)	225.959	114.237	*	97,80%	

Πηγή: ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. – Χ.Π.Α.

*Δεν διατίθενται επίσημα στοιχεία του ετήσιου αριθμού συμβολαίων για το έτος 2001

Κατά το 2003 δεν υπήρξε σημαντική μεταβολή στα μερίδια αγοράς των διαφόρων τύπων επενδυτών που δραστηριοποιούνται στην αγορά παραγώγων.

Πίνακας 4.3 Μερίδια αγοράς ανά ομάδα επενδυτών (2003)

Τύπος επενδυτή	Μερίδιο Αγοράς			
	2003	2002	2001	2000
Ιδιώτες Επενδυτές	28%	29%	36%	29%
Θεσμικοί Εσωτερικού	11,2%	10,8%	10,1%	9,8%
Θεσμικοί Εξωτερικού	3,5%	3,4%	4,9%	3,2%
Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Β	55,3%	54%	40%	45%
Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Α	2,0%	2,8%	9%	13%
Σύνολο	100%	100%	100%	100%

Πηγή: ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. – Χ.Π.Α.

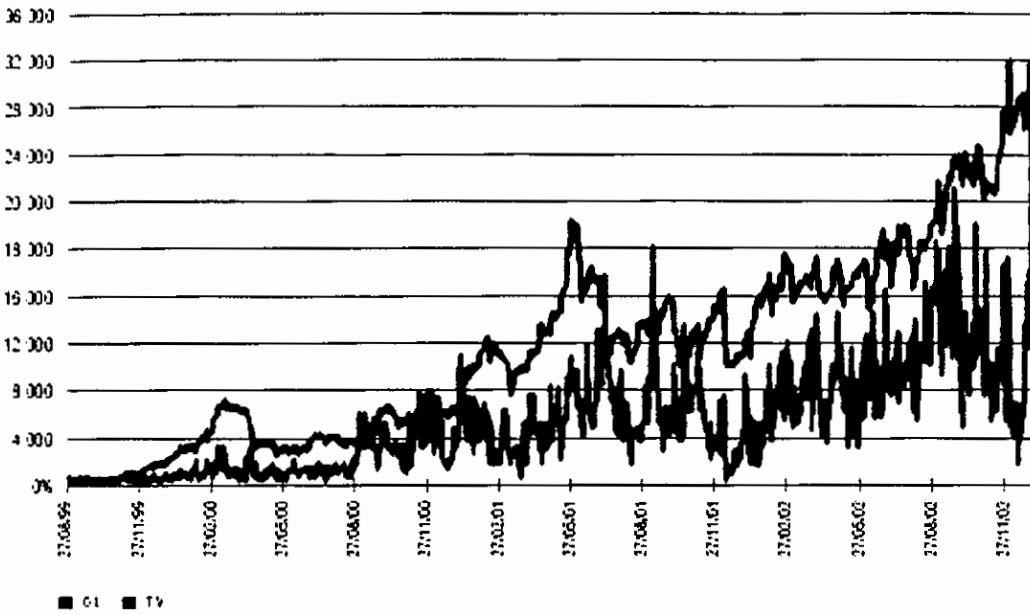
Μικρή αύξηση παρουσίασαν οι συναλλαγές των θεσμικών επενδυτών στα προϊόντα της αγοράς παραγώγων κατά το 2003 και συγκεκριμένα το ποσοστό συμμετοχής τους ανήλθε σε 14,8%, έναντι 14,21% το 2002, 14,9% το 2001 και 13,1% για το 2000. Οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές αύξησαν το ποσοστό τους στα ΣΜΕ επί δεικτών, ενώ στο σύνολο των προϊόντων το διατήρησαν στα ίδια επίπεδα με το 2002. Οι έλληνες θεσμικοί αύξησαν τη συμμετοχή τους, κυρίως στα ΣΜΕ και τα δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE-20, και σε μικρότερο ποσοστό στα ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40.

Στο τέλος του 2003 υπήρχαν 923 κωδικοί ελλήνων θεσμικών (έναντι 590 κωδικών το 2002 και 474 για το 2001) και 141 κωδικοί ξένων θεσμικών (έναντι 92 κωδικών το 2002 και 82 το 2001). Σημειώνεται ότι από τους 1.064 κωδικούς θεσμικών, μόνο οι 317 κωδικοί έχουν πραγματοποιήσει συναλλαγές κατά το 2003.

Αναλυτική παρουσίαση των δημοφιλέστερων προϊόντων επί των δεικτών

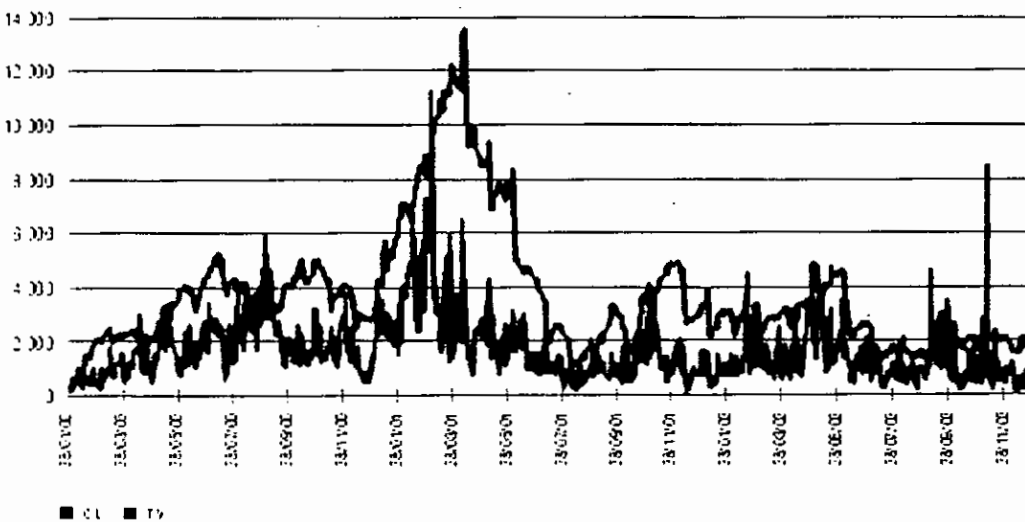
Από τους επιμέρους εξεταζόμενους δείκτες, ιδιαίτερη σημαντική είναι η αύξηση που παρατηρείται στα Σ.Μ.Ε. και Δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE 20. Ενδεικτικά στοιχεία αναφέρονται στα παρακάτω διαγράμματα:

Σχήμα 4.4 ΣΜΕ επί δείκτη FTSE/ASE-20: Ανοιχτές θέσεις (O.I) και όγκος συναλλαγών (T.V)



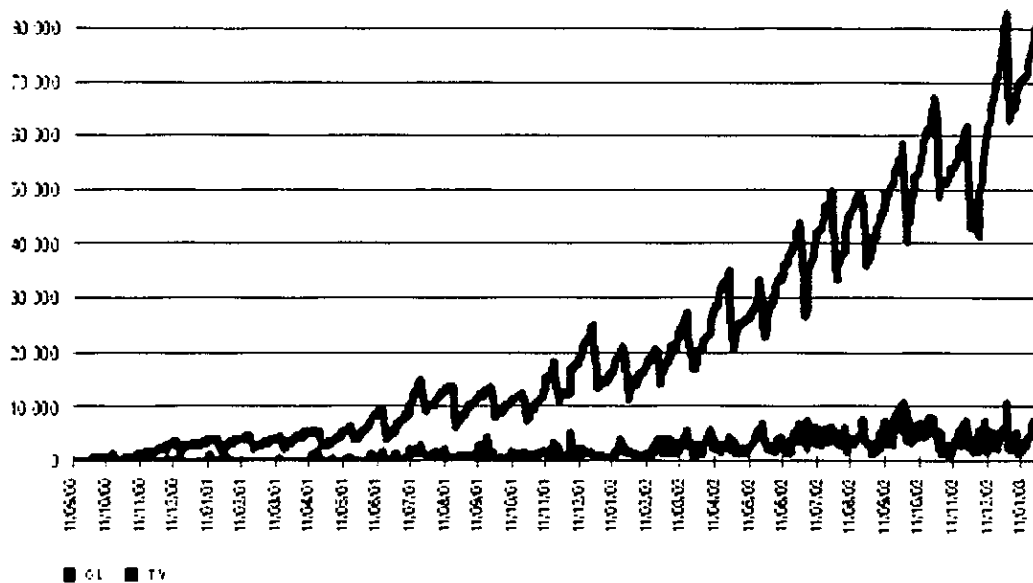
Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Σχήμα 4.5 ΣΜΕ επί του δείκτη FTSE/ASE-40: Ανοιχτές θέσεις (O.I) και όγκος συναλλαγών (T.V)



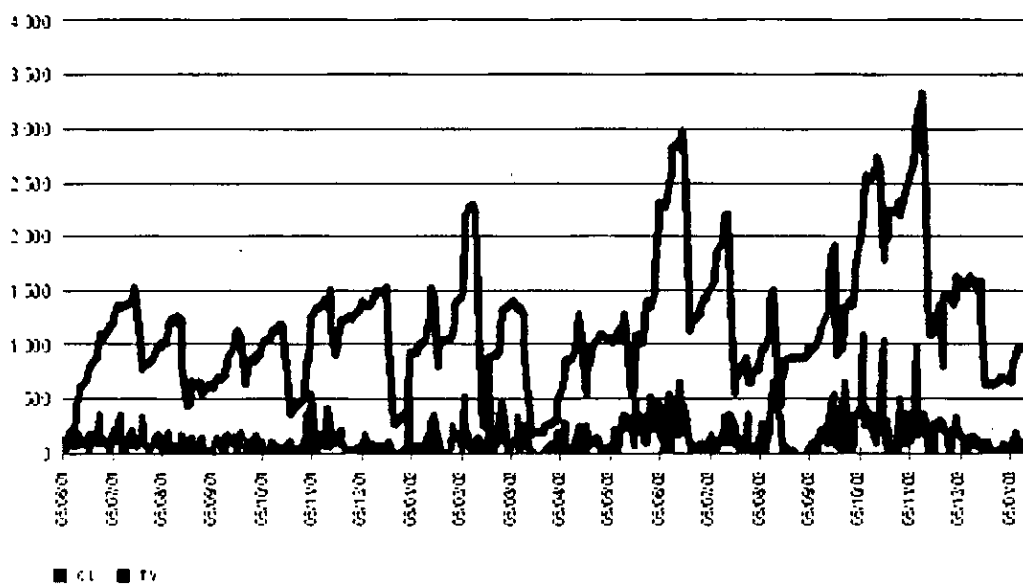
Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Σχήμα 4.6 Δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE-20: Ανοιχτές θέσεις (O.I) και όγκος συναλλαγών (T.V)



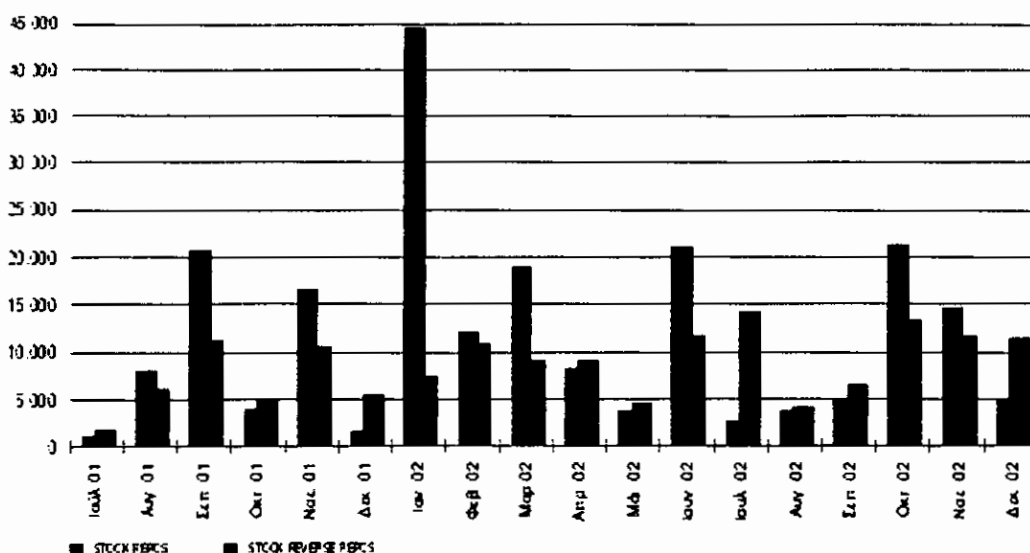
Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Σχήμα 4.7. Δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE-Mid 40: Ανοιχτές θέσεις (O.I) και όγκος συναλλαγών (T.V)



Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Σχήμα 4.8 Μηνιαίος όγκος συναλλαγών Stock repo- Stock reverse repo



Πηγή: Ενημερωτικό Δελτίο (2003) "Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε."

Εμπλουτισμός προϊόντων

Τα προϊόντα και οι προσφερόμενες υπηρεσίες της αγοράς παραγώγων προς το επενδυτικό κοινό βελτιώθηκαν και εμπλουτίστηκαν μέσα από τις παρακάτω ενέργειες:

- Τροποποιήθηκαν χαρακτηριστικά των προϊόντων της αγοράς παραγώγων του Χ.Α.

Όπως, ο πολλαπλασιαστής του δείκτη FTSE/ASE mid 40 για τα Σ.Μ.Ε. και τα Δικαιώματα που βασίζονται σ' αυτόν τον δείκτη αυξήθηκε σε 25 €/μονάδα από 10€/μονάδα αυξάνοντας το μέγεθος του συμβολαίου κατά 2,5 φορές. Μ' αυτή την παρέμβαση ο λόγος του κόστους συναλλαγής προς την ονομαστική αξία του συμβολαίου μειώθηκε κατά 2,5 φορές.

- Εισήχθηκε νέο προϊόν ΣΜΕ σε μετοχές.
- Εισήχθηκε νέο προϊόν Δικαιώματα προαίρεσης σε μετοχές
- Εισήχθηκε νέο προϊόν Συμβάσεις Επαναγοράς (Repurchase agreement)
- Εισήχθηκε νέο προϊόν ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD

- Εισήχθηκε νέο προϊόν Δικαιώματα Προαίρεσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD.

Παραθέτουμε μια συνοπτική ανάλυση των νεοεισαχθέντων προϊόντων:

ΣΜΕ σε μετοχές

Πρόκειται για Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης που ως υποκείμενη αξία έχουν συγκεκριμένες μετοχές. Έχουν όλα τα πλεονεκτήματα και τις δυνατότητες χρήσης που παρέχουν τα Σ.Μ.Ε. σε δείκτες με τη διαφορά ότι κατά τη λήξη υπάρχει φυσική παράδοση της υποκείμενης μετοχής. Οι μετοχές για τις οποίες εισήχθηκαν Σ.Μ.Ε. είναι οι εξής: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος, Coca Cola BEE A.E., Πάναφον, Alpha Bank A.E., ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε., ΟΠΑΠ Α.Ε., ΔΕΗ Α.Ε., Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E., Cosmote, E.X.A.E, Τράπεζας Πειραιώς, Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., Γερμανός Α.Β.Ε.Ε. και της ΑΕΤ Τιτάν.

Δικαιώματα προαίρεσης σε μετοχές

Πρόκειται για Δικαιώματα Προαίρεσης που ως υποκείμενη αξία έχουν συγκεκριμένες μετοχές. Έχουν όλα τα πλεονεκτήματα και τις δυνατότητες χρήσης που παρέχουν τα Δικαιώματα Προαίρεσης επί δεικτών αλλά με τη διαφορά ότι κατά τη λήξη υπάρχει φυσική παράδοση της υποκείμενης μετοχής. Οι μετοχές για τις οποίες εισήχθηκαν Δικαιώματα Προαίρεσης είναι οι εξής: Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος, Alpha Bank A.E., ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε.

Συμβάσεις Επαναγοράς (Repurchase agreement)

Σκοπός του νέου προϊόντος είναι η εξυπηρέτηση των αναγκών των Ειδικών Διαπραγματευτών της Κύριας, Παράλληλης και Νέας χρηματιστηριακής αγοράς του Χ.Α. Α.Ε. Η εισαγωγή του προϊόντος RA στην Αγορά Παραγώγων θα επιλύσει μία σειρά θεμάτων για τη διευκόλυνση της διενέργειας ειδικής διαπραγμάτευσης σε μετοχές, θα μπορεί να αποτελέσει πρόσθετη πηγή εσόδου για τους μετόχους και να βοηθήσει στη βελτίωση της ρευστότητας της αγοράς των μετοχών με την αποτελεσματικότερη ενεργοποίηση των Ειδικών Διαπραγματευτών.

Δικαιώματα Προαίρεσης στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD.

Τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολλαρίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν εταιρίες, αλλά και ιδιώτες που συναλλάσσονται σε ξένο νόμισμα. Αποτελούν επίσης ένα εναλλακτικό επενδυτικό προϊόν για λήψη θέσης στην αγορά συναλλάγματος που προσφέρει διαφοροποίηση αλλά και υψηλές δυνητικά αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιό του ιδιώτη, αλλά και του θεσμικού επενδυτή.

ΣΜΕ στη συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD

Τα Σ.Μ.Ε. στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολλαρίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τον ίδιο ακριβώς λόγο που χρησιμοποιούνται τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολλαρίου. Ένα Σ.Μ.Ε. στην ισοτιμία Ευρώ/Δολλαρίου αποτελεί μία δεσμευτική συμφωνία αγοράς (για τον αγοραστή του Σ.Μ.Ε.) και πώλησης (για τον πωλητή του Σ.Μ.Ε.) προκαθορισμένου ποσού σε ευρώ (έναντι δολλαρίων), κατά τη λήξη του συμβολαίου. Το υποκείμενο στοιχείο είναι ποσό σε δολάρια ΗΠΑ (USD) έναντι του Ευρώ (EUR). Οι σειρές ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής Μαρτίου, Ιουνίου Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου.

Η αγορά παράγωγων στο πλαίσιο του σχεδιασμού, λαμβάνει υπόψη τους τα δρώμενα σε άλλα χρηματιστήρια παραγωγών και ιδιαίτερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Στο πλαίσιο αυτό η στρατηγική τους είναι δυσπόστατη. Από τη μια πλευρά επιδιώκει συνεργασίες και συμμαχίες με άλλες εταιρίες εκκαθάρισης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ από την άλλη προσπαθεί να αξιοποιήσει τις δυνατότητες που προέρχονται από τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης και της Ανατολικής Μεσογείου αναπτύσσοντας μαζί τους παράγωγα προϊόντα και για το σύνολο της περιοχής μας (δείκτες χωρών, ομαδικούς δείκτες κ.ά.), δημιουργώντας έτσι μεγαλύτερο ενδιαφέρον και ζήτηση για τα προϊόντα της ελληνικής αγοράς παραγωγών.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΒΑΣΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ

Ένα από τα βασικά ερωτήματα που θέτει ο επενδυτής είναι ποιοι είναι οι κίνδυνοι και πως μπορούν να αντιμετωπιστούν.

Χρησιμοποιώ παράγωγα μόνο αν ξέρω...

Ο κίνδυνος από τη χρήση ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος από έναν επενδυτή προέρχεται

- από έλλειψη γνώσης του προϊόντος από τον επενδυτή,
- από τη μη χρήση κατάλληλου συμβούλου (διαπιστευμένου από το Χ.Π.Α.).
- από κερδοσκοπικές θέσεις απεριόριστου κινδύνου που μπορεί να πάρει ο επενδυτής στην αγορά, χωρίς να έχει σκεφτεί για το πως θα περιορίσει ενδεχόμενες ζημιές.

Στο Χ.Π.Α. δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στην προετοιμασία του επενδυτή πριν ξεκινήσει τις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα. Συγκεκριμένα διοργανώνονται συνεχώς δωρα δωρεάν σεμινάρια τα οποία απευθύνονται σε επενδυτές και τους παρέχουν τις βασικές γνώσεις γύρω από την αγορά των παραγώγων, καθώς και οδηγίες για το πως μπορούν να συμμετέχουν στην αγορά και να χρησιμοποιήσουν τα παράγωγα προϊόντα είτε για να αποφύγουν κινδύνους που προέρχονται από την κατοχή μετοχών, είτε να αναλάβουν κίνδυνο (κερδοσκοπία) προσδοκώντας μεγαλύτερη απόδοση.

Παράλληλα και τα Μέλη του Χ.Π.Α. φροντίζουν για την αρχική ενημέρωση και την εκπαίδευση των επενδυτών στα παράγωγα, μέσω προσωπικών συναντήσεων, σεμιναρίων και εξειδικευμένων παρουσιάσεων.

Χρησιμοποιώ χρήματα που μου περισσεύουν, όχι χρήματα για καθημερινές ανάγκες...

Εδώ θα πρέπει να διευκρινίσουμε ότι τα παράγωγα προϊόντα δεν είναι ένα κύριο επενδυτικό προϊόν όπως για παράδειγμα η μετοχή μίας εταιρίας ή ένα ομόλογο. Τα παράγωγα είναι ένα συμπληρωματικό επενδυτικό εργαλείο που χρησιμοποιείται για τη μείωση ή αύξηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω αντιστάθμισης ενός χαρτοφυλακίου ή για κερδοσκοπία, αντίστοιχα. Όπως και σε κάθε άλλη μορφή επένδυσης όμως, δεν πρέπει να χρησιμοποιούμε χρήματα που προορίζονται να καλύψουν τις βασικές βιοποριστικές ή άλλες ανάγκες μας. Για τις επενδύσεις μας σε μετοχές ή παράγωγα θα πρέπει να

χρησιμοποιούμε κεφάλαια τα οποία δεν σκοπεύουμε να χρησιμοποιήσουμε άμεσα για κάποιο άλλο σκοπό.

Μόχλευση κεφαλαίου-stop loss εντολές ...

Ένα βασικό χαρακτηριστικό των παραγώγων είναι η μόχλευση που προσφέρουν στους επενδυτές, δηλαδή η χρήση μικρού ποσού κεφαλαίου για το άνοιγμα μιας θέσης για την επίτευξη της προσδοκίας τους. Αυτό το γεγονός όμως πρέπει να προσεχθεί από τους επενδυτές, διότι ναι μεν σε περίπτωση κέρδους η απόδοση του χρησιμοποιηθέντος κεφαλαίου μπορεί να είναι μεγάλη, σε περίπτωση όμως ζημίας, ο επενδυτής μπορεί να υποστεί ζημία σημαντικά υψηλότερη από το κεφάλαιο που χρησιμοποίησε. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει μεν να χρησιμοποιούν τα παράγωγα για μόχλευση, αλλά ταυτόχρονα να θέτουν και όρια (stop loss) στα οποία κλείνουν τη θέση τους προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος να αντιμετωπίσουν σημαντικό ύψους ζημιές. Αυτό θα πρέπει να προσεχθεί ιδιαίτερα σε συμβόλαια Σ.Μ.Ε. ή σε θέσεις πώλησης Δικαιωμάτων.

Υπάρχει περίπτωση να 'χειραγωγείται' η υποκείμενη αγορά του Χ.Α.Α. μέσω των ανοικτών πωλήσεων;

"Χειραγώγηση" της υποκείμενης αγοράς από τους Ειδικούς Διαπραγματευτές τύπου Β, ή άλλους επενδυτές για την αποκόμιση κέρδους στην αγορά παραγώγων είναι εξαιρετικά δύσκολη, θα μπορούσε κάποιος να επιχειρηματολογήσει ότι επειδή οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα ανοικτών πωλήσεων και μπορούν να δανειστούν μετοχές και να τις πωλήσουν ανοιχτά θα μπορούσαν να χειραγωγήσουν την αγορά.

Αυτό όμως στην πράξη δεν μπορεί να γίνει:

α) Οι ανοικτές πωλήσεις μετοχών στην υποκείμενη αγορά πραγματοποιούνται με τον κανόνα του "uptick". Σύμφωνα με αυτόν τον κανόνα, οι εντολές ανοικτής πώλησης που εισάγονται στο σύστημα διαπραγμάτευσης του Χ.Α.Α. (Ο.Α.Σ.Η.Σ.) αντιστοιχούν σε τιμή υψηλότερη από την τιμή της τελευταίας πράξης της μετοχής. Με άλλα λόγια, ανοικτή πώληση μπορεί να γίνει μόνο σε κάποια στιγμή όπου η τιμή της μετοχής παρουσιάζει άνοδο. Αυτός ο κανόνας προστατεύει τις τιμές των μετοχών από μαζικές

ανοικτές πωλήσεις που θα επιχειρούσαν την πτώση της τιμής του δείκτη με σκοπό τα κέρδη από τις ανάλογες τοποθετήσεις στην αγορά παραγώγων.

β) Επιπλέον, όπως σε μια ανοδική περίοδο της αγοράς κάποιοι επενδυτές επιθυμούν να ρευστοποιήσουν κέρδη πουλώντας μετοχές του χαρτοφυλακίου τους, έτσι ακριβώς κάποιος επενδυτής που έχει πραγματοποιήσει ανοικτή πώληση μετοχής επιδιώκει να αγοράσει τη μετοχή αργότερα σε χαμηλότερη τιμή. Έτσι οι ανοικτές πωλήσεις μετοχών δημιουργούν εν δυνάμει αγοραστές, αφού οι ίδιοι οι πωλητές κάποια στιγμή θα ρευστοποιήσουν τη θέση τους αγοράζοντας και πάλι τις μετοχές για να τις επιστρέψουν στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

γ) Για τη διενέργεια ανοικτών πωλήσεων στο Χ.Α.Α. απαιτείται δανεισμός τίτλων μέσω του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Ο δανεισμός τίτλων γίνεται μέσω του προϊόντος stock reverse repo του Χρηματιστηρίου Παραγώγων, για το οποίο δίνονται καθημερινά στον τύπο πλήρη στοιχεία για τους όγκους συναλλαγών και τα ανοικτά συμβόλαια. Επιπλέον οι ανοικτές πωλήσεις δημοσιεύονται σε καθημερινή βάση από το Χ.Α.Α. και συνεπώς οι επενδυτές μπορούν να έχουν πλήρη πληροφόρηση για το τι γίνεται στην αγορά.

Μπορεί να "χειραγωγηθεί" η ίδια η αγορά παραγώγων;

Η παγκόσμια εμπειρία δείχνει ότι η αγορά παραγώγων 'χειραγωγείται' πολύ δύσκολα και ότι η λειτουργία της μειώνει τη δυνατότητα 'χειραγώγησης' της αγοράς του Χ.Α.Α., ανοδικά ή καθοδικά.

Ο λόγος είναι ότι υπάρχει μεγάλη και συγκεντρωμένη ρευστότητα σε μικρό αριθμό συμβολαίων. Από τις 12 σειρές Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης που υπάρχουν, με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης πάνω στους δείκτες FTSE/X.A.A.-20 και FTSE/X.A.A. Mid 40 το ενδιαφέρον των επενδυτών επικεντρώνεται μόνο στους 2 κοντινότερους μήνες λήξης του κάθε δείκτη. Για παράδειγμα, στις 20 Μαΐου οι 2 κοντινότερες σειρές Σ.Μ.Ε. είναι οι σειρές Ιουνίου και Ιουλίου και ο τζίρος επικεντρώνεται σε αυτές τις σειρές για τα Σ.Μ.Ε. στους 2 δείκτες.

Στο Χ.Α.Α. όπου υπάρχουν πάνω από 300 μετοχές, ο τζίρος ανά μετοχή, κατά μέσον όρο, δεν ξεπερνά για τις μετοχές μεσαίας και υψηλής κεφαλαιοποίησης τα 3 δισ δραχ.

Αντίθετα στα Σ.Μ.Ε. όπου ο τζίρος είναι κοντά στα 15 δισ δραχμές στις κοντινές ημερομηνίες λήξης είναι πολύ δύσκολο να προκαλέσει κάποιος επενδυτής "χειραγώγηση" των τιμών.

Είναι λοιπόν φανερό ότι ενώ ένας μεγάλος επενδυτής μπορεί να "κινήσει ανοδικά ή καθοδικά" με σχετική ευκολία, ιδιαίτερα σε μια ρηχή αγορά, μια μετοχή με μέσο ημερήσιο τζίρο 1-2 δισ δραχμές, δεν μπορεί να κάνει το ίδιο σε ένα Σ.Μ.Ε. με τζίρο 15 δισ δραχμές, όπου έχει μάλιστα από την άλλη μεριά τις αντίθετες θέσεις αρκετών Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β, αλλά και άλλων μεγάλων επενδυτών.

Άρα, βλέπουμε ότι η αγορά παραγώγων "χειραγωγείται" δυσκολότερα από την τιμή μιας μετοχής. Η "χειραγώγησή" της γίνεται ακόμα δυσκολότερη εξαιτίας της ύπαρξης των Ειδικών Διαπραγματευτών τύπου Β, όπως είδαμε και προηγουμένως. Οι ΕΔ Β είναι συνεχώς στην αγορά έτοιμοι να απορροφήσουν μεγάλες εντολές, είτε αγοράς είτε πώλησης και συνεπώς μειώνουν τις απότομες κινήσεις της αγοράς, που μπορεί ταυτόχρονα να συμβαίνουν σε συγκεκριμένες μετοχές.

Επομένως, η "χειραγώγησή" τιμών μετοχών που αποτελούν δείκτες είναι δυνατή ανεξάρτητα από την ύπαρξη της αγοράς παραγώγων. Η ύπαρξη των Σ.Μ.Ε. κάνει πιο δύσκολη τη "χειραγώγησή" των μετοχών ή των δεκτών, αφού πλέον απαιτείται μεγαλύτερο κεφάλαιο για επένδυση, σε δυο πλέον αγορές. Γι' αυτόν ακριβώς το λόγο οι ώριμες αγορές διαθέτουν αγορές παραγώγων και είναι πιο αποτελεσματικές.

Ακούμε ή διαβάζουμε μερικές φορές ότι οι ξένοι ή οι θεσμικοί επενδυτές ήταν πωλητές ή αγοραστές στα παράγωγα και κίνησαν την αγορά. Είναι αυτό δυνατό;

Κανείς δεν μπορεί να ξέρει, εκτός από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ποιος ήταν αγοραστής ή πωλητής σε μια συγκεκριμένη ημέρα. Ακόμα και στην περίπτωση που ακούγεται ότι ένα Μέλος έδωσε αυτή την πληροφορία πάλι δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι αφού ο πελάτης αυτός μπορεί να έχει και άλλους κωδικούς

συναλλαγών σε άλλα Μέλη και μπορεί να δίνει εντολές αγοράς από ένα Μέλος και πώλησης από ένα άλλο Μέλος, και συνεπώς κανένα Μέλος να μην ξέρει τη συνολική θέση του πελάτη κατά τη διάρκεια ή στο τέλος της ημέρας. Άρα οι επενδυτές δεν πρέπει να δίνουν βάση σε παρόμοιες "πληροφορίες".

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ολοκληρώνοντας την ανάλυση των Παραγώγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων τίθεται αναπόφευκτα το ερώτημα "Μετοχές ή Παράγωγα".

Όπως αναφέραμε και παραπάνω οι μετοχές αποτελούν ένα κύριο επενδυτικό προϊόν, ενώ τα παράγωγα είναι ένα προϊόν μέσω του οποίου μπορούμε να διαχειριστούμε καλύτερα το μετοχικό μας χαρτοφυλάκιο.

Συνεπώς θα πρέπει πρώτα, με τη βοήθεια κάποιου έμπειρου χρηματοοικονομικού συμβούλου, να διαμορφώσουμε ένα χαρτοφυλάκιο, αποτελούμενο για παράδειγμα από μετοχές, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, ομόλογα, ρευστά διαθέσιμα κ.λ.π. και στη συνέχεια να προσπαθήσουμε με τη βοήθεια του συμβούλου μας να εκμεταλλευτούμε βραχυπρόθεσμες τάσεις της αγοράς μετοχών, με σκοπό είτε την αντιστάθμιση, είτε την κερδοσκοπία.

Σε αυτό το πλαίσιο λοιπόν δεν πρέπει να τίθεται το ερώτημα "μετοχές ή παράγωγα", αλλά να δίνεται έμφαση στη διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου ανάλογα με το επενδυτικό μας προφίλ και στη συνέχεια να προσπαθήσουμε να διαχειριστούμε όσο το δυνατό καλύτερα το χαρτοφυλάκιο μας, με τη βοήθεια κάποιου εξειδικευμένου συμβούλου και τη χρήση παραγώγων, τα οποία σε αυτή τη φάση θα μας μειώσουν το κόστος διαχείρισης και θα μας βοηθήσουν στις επενδυτικές μας κινήσεις.

Αν θελήσουμε να χρησιμοποιήσουμε παράγωγα για κερδοσκοπία θα πρέπει να κινούμαστε μόνο βραχυπρόθεσμα και να χρησιμοποιούμε εξειδικευμένους επενδυτικούς συμβούλους γνωρίζοντας ότι υπάρχει πιθανότητα να χάσουμε παραπάνω από το αρχικό κεφάλαιο μας. Για να περιορίσουμε αυτόν τον κίνδυνο θα πρέπει να θέτουμε εντολές stop-loss, να χρησιμοποιούμε Δικαιώματα αγοράς ή πώλησης κυρίως ως αγοραστές και να βελτιώνουμε συνεχώς τις γνώσεις μας.

Πρέπει πάντως να τονίσουμε ότι η χρήση παραγώγων δεν σημαίνει πάντα και αύξηση του κινδύνου για τον επενδυτή, αλλά αποτελεί εργαλείο για έξυπνους επενδυτές που θέλουν να μειώσουν ή να αυξήσουν τον κίνδυνο και την αντίστοιχη απόδοση, με χαμηλό κόστος συναλλαγών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Ανάγνωση Δελτίου Τιμών

Στο Χ.Π.Α. όπως ήδη γνωρίζετε, διαπραγματεύονται 3 ομάδες προϊόντων: τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, τα Δικαιώματα Προαίρεσης σε δείκτες και τα Συμβόλαια Δανεισμού Μετοχών.

Για κάθε ομάδα προϊόντων του Χ.Π.Α. αντιστοιχεί ένα Ημερήσιο Δελτίο Τιμών κοινής μορφής.

Καθημερινά, με τη λήξη της εκκαθάρισης των συναλλαγών, το Χ.Π.Α. και η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. δημοσιεύουν το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών (Η.Δ.Τ.) για την ευρύτερη και αποτελεσματικότερη ενημέρωση των επενδυτών και των Μελών τους. Το Ημερήσιο Δελτίο Τιμών απεικονίζει τη διαμόρφωση των συναλλαγών για κάθε σειρά ξεχωριστά για τη συγκεκριμένη ημερομηνία.

Το Η.Δ.Τ. των Σ.Μ.Ε. αποτελείται από 21 στήλες, ενώ ο αριθμός των γραμμών εξαρτάται από τον αριθμό των σειρών των Σ.Μ.Ε. που διαπραγματεύονται (6 σειρές για τα Σ.Μ.Ε. στους δείκτες και 2-3 σειρές για το Σ.Μ.Ε. σε 10-ετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου).

Οι στήλες που απεικονίζονται από αριστερά προς τα δεξιά είναι οι ακόλουθες:

- ✓ **Μήνας Παράδοσης - Delivery Month:** ο μήνας κατά τον οποίο γίνεται η Τελική Εκκαθάριση των συμβολαίων σύμφωνα με αυτά που ορίζει το συμβόλαιο Σ.Μ.Ε.
- ✓ **Τιμή Έναρξης - Open:** η τιμή στην οποία έγινε η πρώτη συναλλαγή της συνεδρίασης στη συγκεκριμένη σειρά (αν έγινε συναλλαγή).
- ✓ **Ανώτερη Τιμή - High:** η ανώτερη τιμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης στην οποία έγινε συναλλαγή στη συγκεκριμένη σειρά (αν έγινε συναλλαγή).
- ✓ **Κατώτερη Τιμή - Low:** η κατώτερη τιμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης στην οποία έγινε συναλλαγή στη συγκεκριμένη σειρά (αν έγινε συναλλαγή).
- ✓ **Τελευταία Τιμή - Last:** η τιμή στην οποία έγινε η τελευταία συναλλαγή της συνεδρίασης στη συγκεκριμένη σειρά (αν έγινε συναλλαγή).
- ✓ **Τιμή Κλεισίματος - Close:** η τιμή που υπολογίζει αυτόματα ο αλγόριθμος κλεισίματος του συστήματος Εκκαθάρισης της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
- ✓ **Τιμή Τελευταίας Ζήτησης - Last Bid Price:** η τιμή της υψηλότερης δήλωσης βούλησης αγοράς στο τέλος της συνεδρίασης.
- ✓ **Τεμάχια Τελευταίας Ζήτησης - Last Bid Volume:** ο αριθμός συμβολαίων στην τιμή τελευταίας ζήτησης.
- ✓ **Τιμή Τελευταίας Προσφοράς - Last Ask Price:** η τιμή της χαμηλότερης δήλωσης βούλησης πώλησης στο τέλος της συνεδρίασης.
- ✓ **Τεμάχιο Τελευταίας Προσφοράς - Last Ask Volume:** ο αριθμός συμβολαίων στην τιμή τελευταίας προσφοράς.
- ✓ **Τιμή Εκκαθάρισης - Settlement Price:** η τιμή που χρησιμοποιείται για την καθημερινή αποτίμηση (mark to market) των ανοιχτών θέσεων των επενδυτών.
- ✓ **Μεταβολή Τιμής Εκκαθάρισης - Change in Settlement Price:** η ποσοστιαία μεταβολή της τιμής εκκαθάρισης σε σχέση με αυτή της προηγούμενης ημέρας.
- ✓ **Ανώτερη Τιμή Διάρκειας Ζωής - Lifetime High:** η ανώτερη τιμή καθ' όλη τη διάρκεια ζωής της συγκεκριμένης σειράς, αν έχει γίνει συναλλαγή.

- ✓ **Κατώτερη Τιμή Διάρκειας Ζωής - Lifetime Low:** η κατώτερη τιμή καθ' όλη τη διάρκεια ζωής της συγκεκριμένης σειράς, αν έχει γίνει συναλλαγή.
- ✓ **Αριθμός Πράξεων - Number of Trades:** ο συνολικός αριθμός των αγοραπωλησιών (ανεξαρτήτως αριθμού συμβολαίων) της συγκεκριμένης σειράς που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.
- ✓ **Όγκος Συναλλαγών - Traded Volume:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων της συγκεκριμένης σειράς που συναλλάχθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας.
- ✓ **Μεταβολή Όγκου Συναλλαγών - Change in Traded Volume:** η ποσοστιαία μεταβολή του όγκου συναλλαγών σε σχέση με αυτόν της προηγούμενης ημέρας.
- ✓ **Αξία Συναλλαγών (Ευρώ)- Traded Value (Euro):** η συνολική χρηματική αξία (σε ευρώ) των συμβολαίων της συγκεκριμένης σειράς που συναλλάχθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας.
- ✓ **Μεταβολή Αξίας Συναλλαγών - Change in Traded Value:** η ποσοστιαία μεταβολή της αξίας συναλλαγών σε σχέση με αυτή της προηγούμενης ημέρας.
- ✓ **Αριθμός Ανοικτών Συμβολαίων - Open Interest:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων της συγκεκριμένης σειράς που διατηρούνταν ανοιχτά μετά την εκκαθάριση της σημερινής συνεδρίασης.
- ✓ **Μεταβολή Αριθμού Ανοικτών Συμβολαίων-Change in Open Interest:** η ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού ανοικτών συμβολαίων σε σχέση με αυτόν της προηγούμενης ημέρας.

Σημείωση: Σημειώνεται ότι οι τιμές για τα Σ.Μ.Ε. επί δεκτών αναφέρονται σε μονάδες του δείκτη.

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ - OPTIONS

Δικαιώματα Προαίρεσης στον FTSE@XAA 20 (Μονάδα Διαπραγμάτευσης: 1 Μονάδα Δείκτη x 5 ΕΥΡΩ - Τρόπος Εξόφλησης: Ευρωπαϊκός, Χρηματικός Διακανονισμός)
 FTSE@ASE 20 Options (Trade Unit: 1 Index Unit x 5 EURO - Style: European, Cash Settlement)

Τύπος Έκδοσης Strike Price	Δικαιώματα Αγοράς - Call Options						Δικαιώματα Πώλησης - Put Options						Σύνολο						
	Ιούνιος - June 2006			Ιούλιος - July 2006			Ιούνιος - June 2006			Ιούλιος - July 2006			Διασ. Έναλλαγών	Άλλοι Μηνές					
	Ανταρτη Τμή	Κατώτερη Τμή	Τελευταία Τμή	Τμή Έμφυξ	Ανταρτη Τμή	Κατώτερη Τμή	Τελευταία Τμή	Τμή Έμφυξ	Ανταρτη Τμή	Κατώτερη Τμή	Τελευταία Τμή	Τμή Έμφυξ	Ανταρτη Τμή	Κατώτερη Τμή	Τελευταία Τμή	Τμή Έμφυξ	Trade Volume	Open Interest	
500	722	718	705,21	24	92	1188,9	370	370	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	370	370	360	
1000	690,23	686,23	686,23	48	32	698,71	32	32	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	32	32	300	
1125																			300.000,00
1150																			2
1175																			
1200			605,25	210	210														
1225																			
1250																			
1275																			
1300			405,28	61	61														
1325																			
1350																			
1375																			
1400																			
1425			280,29	2	2														
1450																			
1475			230,29	20	20														
1500			205,3	3	3														
1525			180,3	2	2														
1550			165,3	2	2														
1575			130,31	11	926	176,66	1	1	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1600	119	119	106,32	11	343	129,41	1	1	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1625	99	80	90,39	86	959	107,39	1	4	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1650	89	74,5	86,98	74	711	86,9	5	93	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1675	49,5	50	33,66	182	790	52	52	66	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1700	27	28	14	14	18,14	38,75	16	262	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1725	13,75	13,75	4,5	4,5	34,5	28,5	97	203	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1750	3,5	5,5	1,2	1,2	19,5	19,5	41	282	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1775			0,28	181	743	12,81	129	188	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1800				14	14	12	57	218	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1825			0,01			5,1			0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01				
1850																			
1875			0,01																
1900																			
1950																			
2000			0,01																
2500																			
Σύνολο - Totals				1.378	8.852		353	2.148									800	8.934	
Ονομαστική Αξία Συνδ. - Nominal Trade Value				11.061.000,00		3.098.370,00		150.000,00									6.142.260,00		
Αριθμός Πράξεων - Number of Trades				187		62		2									80		90

Διασ. Έναλλαγών	800	8.934
Άλλοι Μηνές	30	1.111
Trade Volume	880	2.243
Open Interest	4.889.600,00	308.000,00

Το Η.Δ.Τ. για τα Δικαιώματα σε Δείκτες αποτελείται από δύο μέρη. Στο πάνω μέρος του δελτίου έχουν σχεδιαστεί δύο ενιαίοι πίνακες: ένας για τα Δικαιώματα Αγοράς (calls, αριστερά) και ένας για τα Δικαιώματα Πώλησης (puts, δεξιά).

Στους πίνακες αυτούς παρουσιάζονται τα δεδομένα για τις σειρές με τις δύο κοντινότερες ημερομηνίες λήξης. Στην πρώτη γραμμή ΤΟΥ πίνακα αναφέρεται ο Μήνας Λήξης - Expiry Month, δηλαδή ο μήνας κατά τον οποίο τα συγκεκριμένα Δικαιώματα εκπνέουν εάν δεν εξασκηθούν. Η πρώτη στήλη του Η.Δ.Τ. απεικονίζει την Τιμή Εξάσκησης - Strike Price της σειράς.

Σε κάθε πίνακα υπάρχουν οι ακόλουθες στήλες για κάθε Μήνα Λήξης :

- **Τιμή Έναρξης - Open Price:** η τιμή στην οποία έγινε η πρώτη συναλλαγή της συνεδρίασης στη συγκεκριμένη σειρά, αν έγινε συναλλαγή.
- **Ανώτερη Τιμή - High Price:** η ανώτερη τιμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης στην οποία έγινε συναλλαγή στη συγκεκριμένη σειρά, αν έγινε συναλλαγή.
- **Κατώτερη Τιμή - Low Price:** η κατώτερη τιμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης στην οποία έγινε συναλλαγή στη συγκεκριμένη σειρά, αν έγινε συναλλαγή.
- **Τελευταία Τιμή - Last Price:** η τιμή στην οποία έγινε η τελευταία συναλλαγή της συνεδρίασης στη συγκεκριμένη σειρά, αν έγινε συναλλαγή.
- **Τιμή Κλεισίματος - Close Price:** η ενδεικτική τιμή κλεισίματος που υπολογίζεται χρησιμοποιώντας κάποιο θεωρητικό υπόδειγμα αποτίμησης Δικαιωμάτων.
- **Τιμή Τελευταίας Ζήτησης - Last Bid Price:** η τιμή της υψηλότερης δήλωσης βούλησης αγοράς στο τέλος της συνεδρίασης.
- **Τιμή Τελευταίας Προσφοράς - Last Ask Price:** η τιμή της χαμηλότερης δήλωσης βούλησης πώλησης στο τέλος της συνεδρίασης.
- **Όγκος Συναλλαγών - Traded Volume:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων της συγκεκριμένης σειράς που συναλλάχθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας
- **Ανοιχτά Συμβόλαια - Open Interest:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων της συγκεκριμένης σειράς που διατηρούνταν ανοιχτά μετά την εκκαθάριση της σημερινής συνεδρίασης.

Στο τέλος του πίνακα καταγράφονται ο συνολικός Όγκος Συναλλαγών και το σύνολο των Ανοικτών Συμβολαίων για τα Δικαιώματα Αγοράς και Πώλησης που διαπραγματεύτηκαν για κάθε μήνα λήξης, καθώς και η ποσοστιαία μεταβολή σε σχέση με την προηγούμενη ημέρα.

Παράλληλα, παρατίθεται η Ονομαστική Αξία Συναλλαγών (η αξία, με βάση την Τιμή Εξάσκησης, των συμβολαίων που διαπραγματεύτηκαν, εκφρασμένη σε Ευρώ) για κάθε μήνα λήξης, καθώς και η αντίστοιχη ποσοστιαία μεταβολή σε σχέση με αυτήν της προηγούμενης ημέρας.

Τέλος, καταγράφεται ο Αριθμός Πράξεων (ο συνολικός αριθμός αγοραπωλησιών ανεξαρτήτως αριθμού συμβολαίων) του συγκεκριμένου μήνα λήξης, μαζί με την αντίστοιχη ποσοστιαία μεταβολή σε σχέση με αυτήν της προηγούμενης ημέρας.

Στο κάτω μέρος του Η.Δ.Τ., παρατίθενται το σύνολο και η ποσοστιαία μεταβολή (σε σχέση με την προηγούμενη ημέρα) της Ονομαστικής Αξίας Συναλλαγών, του Όγκου Συναλλαγών και των Ανοικτών Συμβολαίων των Δικαιωμάτων Αγοράς και Πώλησης για τους λοιπούς μήνες λήξης.

Το Η.Δ.Τ. που δημοσιεύεται είναι κοινό για τα Stock Repos και τα Stock Reverse Repos. Αποτελείται από δύο πίνακες έναν για τα Stock Repos και έναν για τα Stock Reverse Repos. Οι γραμμές των δύο πινάκων είναι κοινές και περιλαμβάνουν τις μετοχές για τις οποίες διαπραγματεύονται τα Stock Repos και τα Stock Reverse Repos.

Ο 1ος πίνακας (Stock Repos) περιλαμβάνει τις εξής στήλες:

- **Ημερήσια Τιμή Συναλλαγών - Daily Transaction Price:** η τιμή εισόδου στο προϊόν Stock Repo για τη συγκεκριμένη ημέρα για όλους τους επενδυτές. Όλες οι συναλλαγές Stock Repo για τη συγκεκριμένη μετοχή γίνονται την ημέρα αυτή σε αυτήν την τιμή. Εκφράζει το μη διανεμηθέν έσοδο ανά δανεισμένη μετοχή σε ευρώλεπτά πλέον 100.
- **Απόλυτη Μεταβολή Τιμής - Absolute Price Change:** είναι το έσοδο της προηγούμενης ημέρας, εκφρασμένο ανά δανεισμένη μετοχή σε ευρώλεπτά, που προέρχεται από το προϊόν Stock Reverse Repos στην ίδια μετοχή.
- **Αριθμός Πράξεων - Number of Trades:** ο συνολικός αριθμός των αγοραπωλησιών (ανεξαρτήτως αριθμού συμβολαίων Repos) της συγκεκριμένης μετοχής που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.
- **Όγκος Συναλλαγών - Traded Volume:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων Repos της συγκεκριμένης μετοχής που συναλλάχθησαν καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας.
- **Μεταβολή Όγκου Συναλλαγών - Change in Traded Volume:** η ποσοστιαία μεταβολή του όγκου συναλλαγών σε σχέση με αυτόν της προηγούμενης ημέρας.
- **Αξία Συναλλαγών - Traded Value:** η Ονομαστική Αξία Συναλλαγών για κάθε μετοχή (η αξία με βάση την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής στην υποκείμενη αγορά, εκφρασμένη σε ευρώ).
- **Μεταβολή Αξίας Συναλλαγών - Change in Traded Value:** η ποσοστιαία μεταβολή της Ονομαστικής Αξίας Συναλλαγών σε σχέση με αυτήν της προηγούμενης ημέρας.
- **Αριθμός Ανοικτών Συμβολαίων - Open Interest:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων Repos της συγκεκριμένης μετοχής που διατηρούνταν ανοιχτά μετά την εκκαθάριση της σημερινής συνεδρίασης.

- **Μεταβολή Αριθμού Ανοιχτών Συμβολαίων - Change in Open Interest:** η ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού ανοιχτών συμβολαίων σε σχέση με αυτόν της προηγούμενης ημέρας.

Ο 2ος πίνακας (Stock Reverse Repos) περιλαμβάνει τις εξής στήλες:

- **Κατώτερη Τιμή - Low Price:** η κατώτερη τιμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης στην οποία έγινε συναλλαγή Stock Reverse Repo στη συγκεκριμένη μετοχή (αν έγινε συναλλαγή).
- **Ανώτερη Τιμή - High Price:** η ανώτερη τιμή κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης στην οποία έγινε συναλλαγή Stock Reverse Repo στη συγκεκριμένη μετοχή (αν έγινε συναλλαγή).
- **Τιμή Τελευταίας Προσφοράς - Last Ask Price:** η τιμή της χαμηλότερης δήλωσης βούλησης πώλησης στο τέλος της συνεδρίασης.
- **Αριθμός Πράξεων - Number of Trades:** ο συνολικός αριθμός των αγοραπωλησιών (ανεξαρτήτως αριθμού συμβολαίων Stock Reverse Repo) της συγκεκριμένης μετοχής που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.
- **Όγκος Συναλλαγών - Traded Volume:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων Stock Reverse Repo της συγκεκριμένης μετοχής που συναλλάχθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια της ημέρας.
- **Μεταβολή Όγκου Συναλλαγών - Change in Traded Volume:** η ποσοστιαία μεταβολή του όγκου συναλλαγών σε σχέση με αυτόν της προηγούμενης ημέρας.
- **Αξία Συναλλαγών - Traded Value:** η Ονομαστική Αξία Συναλλαγών για κάθε μετοχή (η αξία με βάση την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής στην υποκείμενη αγορά, εκφρασμένη σε ευρώ).
- **Μεταβολή Αξίας Συναλλαγών - Change in Traded Value:** η ποσοστιαία μεταβολή της Ονομαστικής Αξίας Συναλλαγών σε σχέση με αυτήν της προηγούμενης ημέρας.
- **Αριθμός Ανοιχτών Συμβολαίων - Open Interest:** ο συνολικός αριθμός συμβολαίων Stock Reverse Repo της συγκεκριμένης μετοχής που διατηρούνταν ανοιχτά μετά την εκκαθάριση της σημερινής συνεδρίασης.

- **Μεταβολή Αριθμού Ανοικτών Συμβολαίων - Change in Open Interest:** η ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού ανοικτών συμβολαίων σε σχέση με αυτόν της προηγούμενης ημέρας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. Αγγελόπουλος Χ. Π., (2001), *"Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα"*, Εκδόσεις Σταμούλη
2. Βούλγαρης Ε., (2002), *"Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών"*, Σύγχρονη Εκδοτική
3. Κιόχος Α., Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ., (2001), *"Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών – Διεθνή Χρηματιστήρια"*, Εκδόσεις Σταμούλη
4. Μητρόπουλος Θ., Χρηματιστής, προσωπική επικοινωνία, (25/52005)
5. Μητσιόπουλος Γ., (2001), *"Χρηματιστηριακές Κρίσεις και Επενδυτικά Εργαλεία"*, Εκδόσεις Σταμούλη
6. Μουράτης Α., (2000), *"Προϊόντα Δανεισμού Τίτλων"*, Π&Κ Χρηματιστηριακή – Τμήμα Ανάλυσης Παραγώγων
7. Παπαιωάννου Γ., (2001), *"Ελκυστικές Αποδόσεις Παραγώγων"*, *Το Βήμα*
8. Παπαδέας Β. Π., (2001), *"Τραπεζικές Εργασίες και Παράγωγα μέσω του Κλαδικού Λογιστικού Σχεδίου Τραπεζών"*, Εκδόσεις Ιδιωτική
9. Παπούλιας Γ., (1998), *"Παράγωγα"*
10. Πέτσας Κ., (2001), *"Μπορούν οι τιμές των Σ.Μ.Ε. να προεξοφλούν την τάση της Σοφοκλέους ;"*, Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης Χ.Π.Α.
11. Πορφύρης Ν., (2001), *"Ημέρες Λήξης Συμβολαίων του Χ.Π.Α.: Σε τι οφείλεται η μεγάλη διακύμανση τιμών και τι επιλογές δίνονται στους επενδυτές"*, Τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης Χ.Π.Α.
12. Συρράκος Ε., (1999), *"Χρηματιστηριακά Παράγωγα"*, Εκδόσεις Conceptum
13. Συρράκος Ε., (2000), *"Χρηματιστηριακά και Επιτοκιακά Παράγωγα Αποτίμηση και Εφαρμογές"*, Εκδόσεις Conceptum
14. Τσίρμπας Σ., (2000), *"Το Χ.Π.Α. βοηθάει στην αναβάθμιση της αγοράς"*, *Το Βήμα*

ΕΝΗΜΕΡΩΤΙΚΑ ΔΕΛΤΙΑ

1. Ενημερωτικό Δελτίο Ελληνικών Χρηματιστηρίων Α.Ε.(2003)
2. Ενημερωτικό δελτίο(2001) Χ.Π.Α

3. Υλικό Σεμιναρίων Μονάδας Εκπαίδευσης (1999)

ΞΕΝΗ

1. Neftci S., (2000), *"An Introduction to the Mathematics of Financial Derivatives. 2nd Edition"*, Academic Press
2. Wilmott P., (2000), *"Derivatives: The theory and Practice of Financial Engineering"*, John Wiley & Sons



ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ

1. www.adex.ase.gr