

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ
ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ



ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:
"ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΚΑΙ ΤΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ
ΠΟΥ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΟΝΤΑΙ ΣΕ ΑΥΤΟ"

Φοιτήτριες : Κικινή Δανάη

Κρητικού Ελένη

Εποπτεύων Καθηγητής:Καιμάκης Ανδρέας

ΠΑΤΡΑ

2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΕΛ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	2
ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1:ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΕ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	
1.1. ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.....	9
1.1.1. Ιστορικά στοιχεία.....	9
1.1.2. Τι είναι το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.....	9
1.1.3. Η χρησιμότητα των Χρηματιστηρίων.....	10
1.1.4. Σκοπός και βασικές ιδιότητες του Χρηματιστηρίου Παραγώγων.....	11
1.1.5. Μέλη Χρηματιστηρίου Παραγώγων.....	12
1.1.6. Σύστημα Διαπραγμάτευσης.....	14
1.1.7. Σύστημα Ενημέρωσης.....	14
1.1.8. Διαδικασίες και Κανόνες Διεξαγωγής Συναλλαγών στο ΧΠΑ.....	15
1.1.9. Δημοσίευση Ημερήσιων Τιμών Κλεισίματος.....	17
1.2. ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ.....	18
1.2.1. Ιστορικά Στοιχεία.....	18
1.2.2. Ορισμός.....	24
1.2.3. Πλεονεκτήματα Παραγώγων Προϊόντων.....	26
1.2.4. Αγορά Παραγώγων.....	26
1.2.5. Σκοπός δημιουργίας Παραγώγων Προϊόντων.....	28
1.2.6. Προμήθειες.....	31
1.2.7. Παράνομες Χρήσεις Παραγώγων Προϊόντων.....	31
1.2.8. Συμπεράσματα.....	33
1.3. Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.....	34

1.3.1. Ορισμός.....	34
1.3.2. Δραστηριότητες Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.....	35
1.3.3. Οργανόγραμμα Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.....	37
1.3.4. Μέλη Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.....	37
1.3.5. Υποχρεώσεις Πελατών Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.....	38
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	
2.1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	40
2.1.1. Είδη Δικαιωμάτων Προαίρεσης.....	41
2.1.2. Τύποι Δικαιωμάτων Προαίρεσης.....	43
2.1.3. Βασικά Χαρακτηριστικά Δικαιωμάτων Προαίρεσης.....	44
2.2. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ	46
2.2.1. Τμήμα Δικαιώματος και Παράγοντες που το επηρεάζουν	47
2.2.2. Χρήσεις των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί μετοχών	52
2.2.3. Σκοποί Χρήσης Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί μετοχών	52
2.2.4. Τρόποι Δράσης Αγοραστών και Πωλητών Δικαιωμάτων Προαίρεσης.....	53
2.2.5. Στρατηγικές με Δικαιώματα Προαίρεσης	56
2.2.6. Άλλες Στρατηγικές Δικαιωμάτων Προαίρεσης	68
2.2.7. Στοιχεία Τιμολόγησης Δικαιωμάτων Προαίρεσης	69
2.2.8. Αντιστάθμιση Κινδύνου με Δικαιώματα Προαίρεσης.....	72
2.2.9. Άσκηση Δικαιωμάτων Προαίρεσης.....	74
2.2.10. Άρνηση Άσκησης Δικαιωμάτων Προαίρεσης.....	75
2.3. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE –20	75
2.3.1. Τρόποι Δράσης Αγοραστών και Πωλητών Δ.Π. στον δείκτη FTSE/ASE –20	79
2.3.2. Κλείσιμο θέσης στα Δικαιώματα Προαίρεσης στον δείκτη FTSE/ASE –20.....	79
2.4. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE /ASE mid 40	84

2.5. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΑ Δ.Π. ΣΤΟΥΣ ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΣΤΙΣ ΜΕΤΟΧΕΣ	86
2.6. ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ Δ.Π. ΣΤΗΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΗ ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΕΥΡΩ – ΔΟΛΑΡΙΟΥ	87
2.7. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ.....	88
2.8.ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ.....	89
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	
3.1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	90
3.1.1. Ποιοι επενδύουν στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	90
3.1.2. Χρήσεις Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	92
3.1.3. Πλεονεκτήματα Χρήσης Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	93
3.1.4. Μειονεκτήματα Χρήσης Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	95
3.2. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ.....	96
3.2.1. Γενικά.....	96
3.2.2. Ορισμός και γενικά Στοιχεία.....	97
3.2.3. Πλεονεκτήματα Χρήσης ΣΜΕ επι μετοχών.....	98
3.2.4. Θέση Επενδυτή.....	100
3.2.5. Ημερήσιος Διακανονισμός.....	108
3.2.6. Διαφορές ανάμεσα στις Μετοχές και στα μετοχικά ΣΜΕ.....	109
3.2.7. Ομοιότητες και Διαφορές ανάμεσα σε ΣΜΕ επι μετοχής κ Δικαιώματα Προαίρεσης σε Μετοχές	110
3.3. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20.....	113
3.3.1. Θέση Επενδυτή.....	114
3.3.2. Πορεία ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 στην Ελληνική Αγορά.....	120
3.3.3. Χρήση ΣΜΕ για Κερδοσκοπικούς λόγους.....	123
3.3.4. Πλεονεκτήματα χρήσης ΣΜΕ στον Δείκτη FTSE/ASE-20.....	124

3.3.5. Οι διαφορές ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο μετοχών που συνθέτουν τον δείκτη και στο ΣΜΕ του δείκτη.....	125
3.3.6. Οι διαφορές ανάμεσα στον δείκτη και στο ΣΜΕ του δείκτη.....	126
3.4. ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE mid 40	127
3.4.1. Επένδυση στην διαφορά απόδοσης των μετοχικών Δεικτών FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE mid 40	131
3.5. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10ετες ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου	132
3.6. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην Συναλλαγματική Ισοτιμία ευρώ δολαρίου	134
3.7. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επι επιτοκίων.....	135
3.8. Διαφορές ανάμεσα στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και στα Δικαιώματα Προαίρεσης	136
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ	
4.1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	138
4.1.1. Ορισμός.....	138
4.1.2. Χαρακτηριστικά.....	140
4.1.3.Θέσεις και Αποδόσεις των Θέσεων σε Προθεσμιακά Συμβόλαια.....	140
4.2. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΜΕΤΑΞΥ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	146
4.3. ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ.....	148
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ	
5.1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ.....	150
5.2. ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	151
5.2.1. Ανταλλαγές Υποχρεώσεων.....	151
5.2.2. Ανταλλαγές Στοιχείων Ενεργητικού ή Επενδύσεων.....	152
5.3. ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ.....	157

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	164
ΩΡΟΛΟΓΙΑ.....	174
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	187

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Μια από τις πιο σημαντικές εξελίξεις στην ελληνική αγορά κατά το τελευταίο χρονικό διάστημα αποτελεί η δημιουργία της οργανωμένης αγοράς παραγώγων. Μέσα από αυτήν την πτυχιακή εργασία θα προσπαθήσουμε να παρουσιάσουμε αναλυτικά μερικές βασικές έννοιες σε σχέση με τα παράγωγα προϊόντα και τη δομή της ελληνικής αγοράς παραγώγων. Εντός της έχουν συμπεριληφθεί πολλοί πίνακες, αριθμητικά παραδείγματα και γραφικές παραστάσεις για να εξηγήσουμε τη θεωρία και τις εφαρμογές των παράγωγων προϊόντων στον κόσμο του χρηματιστηρίου, χωρίς να κάνουμε συμβιβασμούς σε ότι αφορά την ορθότητα και την ακρίβεια των στοιχείων. Παρουσιάζεται αναλυτικά το κάθε παράγωγο προϊόν και αναπτύσσεται ο τρόπος με τον οποίο οι επενδυτές παίρνουν αποφάσεις ως προς το ποιο παράγωγο προϊόν είναι αυτό που ανταποκρίνεται στις ανάγκες τους. Τέλος γίνεται σύγκριση των παράγωγων προϊόντων. Στο τέλος της εργασίας θα βρείτε ένα παράρτημα που περιέχει διαφόρων ειδών διαγράμματα καθώς και ένα γλωσσάρι με όρους που έχουν χρησιμοποιηθεί σε όλο το εύρος της.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πριν από περίπου μια δεκαετία η χώρα βρισκόταν σε μια περίοδο χρηματιστηριακών εντάσεων στη Σοφοκλέους όπου οι μέθοδοι της τεχνικής ανάλυσης των μετοχών καθώς και οι θεμελιώδεις αναλύσεις των εταιριών έχαναν για λίγο την ισχύ τους, οι Έλληνες επενδυτές βρισκόταν εγκλωβισμένοι στην πλειονότητα των μετοχών τους. Πολλά χαρτοφυλάκια τότε δημιούργησαν τεράστιες ζημιές. Από την μια μεριά αυτό θεωρήθηκε ότι ήταν αποτέλεσμα κακής διαχείρισης και χρησιμοποίησης λάθος στρατηγικών και από την άλλη στο ότι δεν υπήρξαν ειδικά επενδυτικά προϊόντα για να προστατευτούν οι τότε τρέχουσες επενδύσεις. Το μεγάλο βήμα που έγινε προς την ωρίμανση της Ελληνικής χρηματαγοράς ήταν η δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών, δηλαδή μιας οργανωμένης αγοράς παράγωγων προϊόντων.

Η λειτουργία των παράγωγων προϊόντων βασίζεται στην Μέθοδο της Αντίθεσης. Αυτό σημαίνει ότι έχουμε δυο προϊόντα: το υποκείμενο προϊόν το οποίο συνήθως είναι μια μετοχή και το παραγωγό μας. Όταν η μετοχή που κατέχουμε πιστεύουμε ότι θα ανέβει στο μέλλον, η αντίθετη κίνηση που μπορούμε να κάνουμε είναι να αγοράσουμε εκείνο το παράγωγο που θα ασφαλίσει τη μετοχή εάν για απρόσμενους και απρόβλεπτους λόγους πάρει την αντίθετη κατεύθυνση. Το πλεονέκτημα στην στρατηγική αυτή είναι ότι όταν αρχίσει και χάνει η μετοχή μας, το παράγωγο κερδίζει και αντισταθμίζει τη ζημιά μας. Σε αντίθετη περίπτωση όταν επιτραπεί στην ελληνική χρηματαγορά το άνοιγμα της θέσης με πρώτη πράξη την πώληση της μετοχής, έχοντας στο νου μας την μέθοδο της αντίθεσης, μπορούμε να αγοράσουμε ένα παράγωγο το οποίο θα ασφαλίσει την θέση πώλησης που πήραμε στην μετοχή στην περίπτωση που αυτή πάρει την ανοδική πορεία.

Πληροφορίες, παραδείγματα και σχόλια παρατίθενται στο κύριο σώμα της εργασίας για την καλύτερη κατανόηση της λειτουργίας των παράγωγων προϊόντων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΕ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

1.1. Χρηματιστήριο παραγώγων

1.1.1. Ιστορικά Στοιχεία

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

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

1.1.2. Τι είναι το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Το Χρηματιστήριο είναι χώρος δημόσιος, στον οποίο πραγματοποιούνται αγορές και πωλήσεις συναλλάγματος, τίτλων και εμπορευμάτων.

Το χρηματιστήριο διαφέρει από τις άλλες αγορές γιατί τα αγαθά που διαπραγματευόμαστε σε αυτό δεν υπάρχουν αυτούσια. Η αγορά λειτουργεί με βάση κανονισμό που καθορίζει όχι μόνο τα μέλη της, αλλά και τις μέρες και τις ώρες που γίνονται οι διαπραγματεύσεις.

Η ίδρυση και λειτουργία του ΧΠΑ αποβλέπει στη συμπλήρωση των επιλογών των Ελλήνων επενδυτών με τη διάθεση παραγώγων προϊόντων, τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά. Η δημιουργία μιας τέτοιας οργανωμένης αγοράς περιορίζει τους πιστωτικούς κινδύνους των επενδύσεων σε παράγωγα, βελτιώνει την πληροφόρηση και διαφάνεια των σχετικών συναλλαγών και τα καθιστά προσιτά σε ευρύτερο κύκλο επενδυτών. Επιπλέον, καθίσταται ελκυστικότερη η αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), καθώς με αυτόν τον τρόπο παρέχεται στους επενδυτές στο ΧΑΑ η δυνατότητα συνδυασμού επενδύσεων σε αυτό με αντίστοιχες επενδύσεις στο ΧΠΑ, επί των ιδίων υποκειμένων αξιών ή και δείκτη αξιών, με αποτέλεσμα τον περιορισμό του συνολικού επενδυτικού κινδύνου που αναλαμβάνουν. Γενικά, η δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων αποτελεί βήμα βελτίωσης και ολοκλήρωσης της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου, που, μεταξύ των άλλων, θα την καταστήσει ελκυστικότερη και στους ξένους επενδυτές και θα συμβάλει θετικά στην εθνική οικονομία.

1.1.3. Η χρησιμότητα των χρηματιστηρίων

Η χρησιμότητα των χρηματιστηρίων είναι πολύ μεγάλη γιατί:

- Έχουμε μεγάλη ταχύτητα στις συναλλαγές

- Επιτυγχάνεται ορισμένη τιμή για τα εμπορεύματα και τις κινητές αξίες που διαπραγματεύονται σε αυτά, η οποία αντιστοιχεί προς τη συνολική οικονομική κατάσταση που υπάρχει κάθε φορά.
- Οι αγοραστές και οι πωλητές εμπορευμάτων μπορούν να παρακολουθούν καθημερινά τις διακυμάνσεις των τιμών, να επιλέγουν τον χρόνο και τη συμφέρουσα τιμή πώλησης ή αγοράς εμπορευμάτων, να πωλούν ή να αγοράζουν οποιαδήποτε ποσότητα εμπορεύματος, χωρίς να απασχολούνται για να βρουν κάποιον συμφωνητή που να διαφωνεί στην τιμή.
- Επιτυγχάνεται η άμεση, διαρκής και ειδική διαπραγμάτευση μετοχών, ομολογιών και συναλλάγματος, δηλαδή η εύκολη τοποθέτηση κεφαλαίων σε δάνεια και επιχειρήσεις.
- Από οικονομική άποψη, οι χρηματιστηριακές πράξεις για εμπορεύματα, που δίνουν τις πιθανές τιμές αυτών, κάνουν πιο ομαλές τις κρίσεις από τις απότομες μεταβολές των τιμών. Ο μεγαλύτερος αριθμός πράξεων στο χρηματιστήριο δεν γίνεται μετρητοίς, αλλά επί προθεσμία.

1.1.4.Σκοπός και βασικές δραστηριότητες του Χρηματιστηρίου παραγώγων

Σκοπός του Χ.Π.Α. είναι η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.

Η διεξαγωγή των συναλλαγών, η οποία πραγματοποιείται ηλεκτρονικά (screen trading) από τους χώρους των εταιρειών - μελών του ΧΠΑ, αποτελεί μία από τις δύο βασικές δραστηριότητες ενός Χρηματιστηρίου Παραγωγών. Η διαπραγμάτευση των Παραγώγων λαμβάνει χώρα στο Ηλεκτρονικό Σύστημα Διαπραγμάτευσης ΟΑΣΗΣ (Derivatives Trading Subsystem). Ο λόγος που επιλέχθηκε, εξ αρχής, η ανάπτυξη και εγκατάσταση ενός πλήρως αυτοματοποιημένου ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών είναι ότι προάγει τη ρευστότητα της αγοράς, μειώνει το κόστος λειτουργίας των συναλλαγών, μειώνει τα ανοίγματα (spreads) των τιμών και καθιστά ελκυστικότερο το χρηματιστήριο παραγώγων. Τα τελευταία χρόνια, η ηλεκτρονική διαπραγμάτευση εφαρμόζεται στην Ευρωπαϊκή Ένωση, αλλά και σε όλον τον κόσμο, ενώ, τα πιο γνωστά και αρχαιότερα χρηματιστήρια παραγώγων του κόσμου, όπως του Σικάγου και του Λονδίνου που λειτουργούν ακόμη με τη μέθοδο της εκφώνησης-αντιφώνησης (open outcry), προωθούν και αυτά ηλεκτρονικά συστήματα διαπραγμάτευσης.

1.1.5. Μέλη Χρηματιστηρίου Παραγώγων

Τα μέλη του ΧΠΑ διακρίνονται στις εξής κατηγορίες:

- § **Απλά Μέλη** που λειτουργούν σαν παραγγελιοδόχοι ή εντολοδόχοι, καταρτίζοντας συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών τους χωρίς να επιτρέπεται να καταρτίζουν συμβάσεις για δικό τους λογαριασμό.
- § **Ειδικό Διαπραγματευτές τύπου Α (market makers)** που καταρτίζουν συμβάσεις για λογαριασμό των πελατών τους αλλά για ίδιο λογαριασμό.
- § **Ειδικό Διαπραγματευτές τύπου Β (market makers)** που, όπως και οι ειδικό διαπραγματευτές τύπου Α μπορούν να καταρτίζουν

συμβάσεις για λογαριασμό των πελατών τους αλλά και για ίδιο λογαριασμό, αλλά παράλληλα είναι υποχρεωμένοι να διαβιβάζουν σε συνεχή βάση ταυτοχρόνως τιμές αγοράς και πώλησης για κάθε συγκεκριμένο παραγωγό βάσει των όρων σχετικής σύμβασης που καταρτίζει το ΧΠΑ. Στόχος της υποχρέωσης αυτής είναι η διαμόρφωση συνθηκών ικανοποιητικής ρευστότητας στην αγορά. Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, όπως σε διαπραγματεύσεις μεγάλης αστάθειας ή μη ύπαρξης τιμών στην υποκείμενη αγορά, η υποχρέωση παροχής τιμών διακόπτεται. Σε ειδικές περιπτώσεις και μετά από συμφωνία υποχρέωση για παροχή τιμών αναλαμβάνουν και οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Α.

Γενικότερα η ύπαρξη του ειδικού διαπραγματευτή, διασφαλίζει ότι οι εντολές αγοράς και πώλησης μπορούν πάντα να εκτελεστούν σε κάποια τιμή χωρίς καθυστερήσεις. Οι ειδικοί διαπραγματευτές της αγοράς βγάζουν κέρδος από τη διαφορά (άνοιγμα) μεταξύ της τιμής προσφοράς και της τιμής ζήτησης.

Ο ειδικός διαπραγματευτής της αγοράς είναι αναγνωρισμένος από το χρηματιστήριο να λειτουργεί ως διαπραγματευτής και να συναλλάσσετε για δικό του λογαριασμό αναλαμβάνοντας το δικό του κίνδυνο. Οι ειδικοί διαπραγματευτές λαμβάνουν μια σειρά από λειτουργίες από το χρηματιστήριο και μέσω αυτών των λειτουργιών είναι υπεύθυνοι για την ποιότητα της αγοράς.

Συνοπτικά οι λειτουργίες που προσφέρουν οι ειδικοί διαπραγματευτές περιλαμβάνουν:

- Ø Δυνατότητα άμεσης αγοράς ή πώλησης
- Ø Σταθεροποίηση των τιμών προσφέροντας όγκο συναλλαγών
- Ø Επεξεργασία πληροφοριών

Ø Λειτουργεί ως δημοπράτης (auctioneer)

1.1.6. Σύστημα Διαπραγμάτευσης

Η εντός κύκλου διαπραγμάτευση στο ΧΠΑ γίνεται αποκλειστικά μέσω του συστήματος διαπραγμάτευσης. Σε ειδικές περιπτώσεις ανωτέρας βίας, όταν η διαπραγμάτευση μέσω του συστήματος διαπραγμάτευσης δεν είναι εφικτή επί χρονικό διάστημα, το οποίο κατ' εκτίμηση ενδέχεται να προκαλέσει διαταραχή στην ομαλή λειτουργία της αγοράς και βλάβη στα συμφέροντα των επενδυτών, το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΠΑ μπορεί να εγκρίνει την προσωρινή διεξαγωγή διαπραγματεύσεων εντός κύκλου στο ΧΠΑ με άλλο πρόσφορο μέσο, ή μέσω αντιστοίχων διαδικασιών.

1.1.7. Σύστημα Ενημέρωσης

Το ΧΠΑ θα πληροφορεί τα μέλη μέσω της λειτουργίας του συστήματος ενημέρωσης για θέματα, όπως αναστολή ή περιορισμός της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου, θέσπιση μηχανισμών (περιορισμοί τιμών, συντονισμός της παύσεως διαπραγμάτευσης συμβολαίων), προς ελαχιστοποίηση των κινδύνων σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων. Επίσης, ειδοποίηση γρήγορης αγοράς, της κατάστασης δηλαδή η οποία χαρακτηρίζεται από γρήγορες διακυμάνσεις τιμών σε μεγάλη έκταση.

1.1.8. Διαδικασίες και Κανόνες Διεξαγωγής Συναλλαγών στο ΧΠΑ

Οι καθημερινές διαδικασίες συναλλαγών μπορούν να διακριθούν σε τρεις κατηγορίες:

A. Πριν από την ημερήσια συνεδρίαση.

α) Τακτοποίηση και διευθέτηση των προβλημάτων των μελών πριν από την έναρξη της κανονικής διαδικασίας συναλλαγών.

β) Διατήρηση ημερολογίου με τις ημερομηνίες λήξης σειράς παράγωγων προϊόντων.

γ) Έγκαιρη ενημέρωση για τα σημαντικά στατιστικά στοιχεία που πρόκειται να ανακοινωθούν και ενδεχομένως να επηρεάσουν την αγορά.

δ) Στενή συνεργασία με το Τμήμα Εκκαθάρισης της ΕΤΕΣΕΠ (εταιρεία εκκαθάρισης την οποία θα γνωρίσουμε παρακάτω) για την εκπλήρωση των στόχων της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών. Κατά την διάρκεια της περιόδου πριν από τη συνεδρίαση, διοχετεύονται προς το Τμήμα Υποστήριξης της Διεξαγωγής Συναλλαγών τα απαραίτητα στοιχεία - αναφορές για την ειδική παρακολούθηση των μελών με μεγάλες θέσεις, με ζημιωμένες θέσεις κτλ.

ε) Έλεγχος για νέα/ειδήσεις, που αφορούν προσωρινές διακοπές συναλλαγών τίτλων ή προϊόντων και για άλλες ειδήσεις που επηρεάζουν την αγορά.

στ) Εισαγωγή νέας σειράς και λήξης σειράς παραγώγων προϊόντων, όπως αυτό θεωρείται αναγκαίο.

B. Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης (ώρες συναλλαγών).

α) Υποχρέωση παροχής τιμών από τον ειδικό διαπραγματευτή με το

άνοιγμα της αγοράς και μόνο (δεν υπάρχει Pre-opening period, όπως στο ΧΑΑ).

β)Έλεγχος των τιμών, ώστε να εξακριβώνεται ότι τα μέλη παρέχουν τιμές στα όρια που ορίζονται στις προδιαγραφές των συμβολαίων.

γ)Έλεγχος του μεγέθους των συναλλαγών για τις οποίες τα μέλη παρέχουν τιμές.

δ)Τήρηση αρχείου με τις παραλείψεις ή παραβάσεις των μελών του ΧΠΑ.

ε)Διατήρηση ημερολογίου συναλλαγών και ημερολογίου λαθών των μελών του ΧΠΑ.

στ)Παροχή πληροφοριών στα μέλη μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων.

ζ)Συνεχής παροχή υποστήριξης και βοήθειας στα μέλη όταν το σύστημα είναι εκτός λειτουργίας (Τμήμα παροχής βοήθειας).

η)Συλλογή πληροφοριών (front month, αλλαγή στη σύνθεση του δείκτη) από διάφορες πηγές και διοχέτευσή τους προς τα μέλη.

θ)Ακυρώσεις συναλλαγών κατόπιν αιτήσεων των μελών. Οι ακυρώσεις γίνονται δεκτές μόνο υπό προϋποθέσεις που ορίζονται στη νομοθεσία.

ι)Ορισμός παραμέτρων για θέσπιση μηχανισμών, όπως περιορισμοί τιμών, συντονισμός της παύσεως διαπραγμάτευσης συμβολαίων, για την ελαχιστοποίηση των κινδύνων σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων (Circuit breakers) για διαφορετικά συμβόλαια.

ια) Λήψη απόφασης και ανακοίνωση εφαρμογής συνθηκών «γρήγορης αγοράς», που συνεπάγεται αναστολή των υποχρεώσεων των ειδικών διαπραγματευτών. Ορισμός περιόδου αναστολής.

ιβ) Προσωρινές διακοπές συναλλαγών και τότε αυτές τίθενται σε λειτουργία.

ιγ) Κατά τη διάρκεια έναρξης διαδικασίας αθέτησης υποχρέωσης, το τμήμα υποστήριξης της διεξαγωγής πρέπει να ενημερώνεται για όλες τις συναλλαγές που πρέπει να εκπληρώσει εκ μέρους της ΕΤΕΣΕΠ, λόγω παραβίασης καθήκοντος κάποιων μελών.

Γ. Μετά το τέλος της συνεδρίασης.

α) Δημιουργία νέας σειράς προϊόντων.

β) Συμπλήρωση αρχείου ακυρώσεως συναλλαγών, σε συνεργασία με το Τμήμα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών, για πιθανή επίλυση εκκρεμοτήτων.

γ) Παροχή πληροφοριών μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων στα μέλη για τυχόν αλλαγές της σύνθεσης του δείκτη.

1.1.9. Δημοσίευση ημερήσιων τιμών κλεισίματος

Οι ημερήσιες τιμές κλεισίματος (HTK) πρέπει να επαληθεύονται και να δημοσιεύονται σε καθημερινή βάση. Συνήθως, ορίζονται από το σύστημα και αποτελούν ευθύνη του Τμήματος Υποστήριξης Συναλλαγών. Οι τιμές αυτές πρέπει να συμφωνούνται με την ΕΤΕΣΕΠ και ειδικά με το Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου πριν από τη δημοσίευσή τους.

Υπάρχουν τέσσερις συνήθεις τρόποι υπολογισμού των ΗΤΚ:

1. Η μέση τιμή της τελευταίας προσφοράς αγοράς-πώλησης κατά το κλείσιμο.
2. Η τελευταία τιμή συναλλαγής.
3. Η μέση τιμή αναφοράς των ειδικών διαπραγματευτών αμέσως μετά το κλείσιμο.
4. Η μέση τιμή των τελευταίων συναλλαγών για προκαθορισμένο χρονικό διάστημα.

Η διαδικασία πρέπει να είναι όσο το δυνατόν αυτοματοποιημένη. Έτσι, ένας από τους ανωτέρω τρόπους θα επιλεγεί, και κατόπιν εγκρίσεως από το Δ.Σ. θα κοινοποιηθεί εγκαίρως στην αγορά.

1.2. Παράγωγα Προϊόντα

1.2.1. Ιστορικά Στοιχεία

Η διαπραγμάτευση παράγωγων προϊόντων ξεκίνησε στο Amsterdam Bourse το 1688, με την διαπραγμάτευση δικαιωμάτων στις τουλίπες. Σύμφωνα όμως με τα **Πολιτικά του Αριστοτέλη** (βιβλίο 1, κεφάλαιο 11) η ιστορία των παραγώγων ξεκίνησε από τον Θαλή τον Μιλήσιο, με έναν τρόπο που θα αναλύσουμε παρακάτω. Τον 19ο αιώνα τα δικαιώματα προαίρεσης ήταν εργαλεία που χρησιμοποιούνταν καθημερινά σε όλες τις αγορές του κόσμου. Παρακάτω παρουσιάζεται αναλυτικά η εξέλιξη των παράγωγων προϊόντων ανά τα χρόνια.

3500π.χ. Τα παράγωγα προϊόντα κάνουν την πρώτη τους εμφάνιση -ίσως με έναν τρόπο λίγο διαφορετικό από τον σημερινό- το 3500π.χ. όταν οι Φοίνικες εμπορεύονταν προϊόντα και οι συμφωνίες τους βασιζόταν στην αγοραπωλησία μελλοντικών ημερομηνιών.

330π.χ. Στην αρχαία Ελλάδα ο φιλόσοφος Θαλής χρησιμοποιώντας τη γνώση της αστρολογίας προέβλεψε μία ανθηρή συγκομιδή ελιάς για την επόμενη άνοιξη. Υπήρχε μεγάλη προσφορά στην αγορά για ελαιοτριβεία το χειμώνα. Ο Θαλής εκμεταλλεύτηκε το γεγονός αυτό μιας και ο ανταγωνισμός δεν υπήρχε καν το χειμώνα και διαπραγματεύτηκε τις τιμές των ελαιοτριβείων προκαταβάλλοντας ένα μικρό ποσό για την επιλογή (option) να χρησιμοποιήσει τα ελαιοτριβεία την άνοιξη. Η πρόβλεψή του ήταν σωστή και την εποχή της άνοιξης η συγκομιδή ήταν τεράστια με αποτέλεσμα η ζήτηση για τα ελαιοτριβεία να φτάσει στο αποκορύφωμα δίνοντας στο Θαλή τη δυνατότητα να ενοικιάσει τα ελαιοτριβεία σε πολύ μεγαλύτερες τιμές από αυτές που ο ίδιος τα είχε κλείσει.

1636μ.χ. Τα παράγωγα ξαναεμφανίζονται στην Ολλανδία κατά την εποχή της τρέλας της τουλίπας. Οι παραγωγοί και οι αγοραστές κλείνανε συμφωνίες με προκαταβολές με σκοπό να αγοράσουν και να πωλήσουν σε μελλοντική ημερομηνία συγκεκριμένους τύπους τουλίπας προκειμένου να αντισταθμίσουν (hedge) το κίνδυνό τους στη περίπτωση που η συγκομιδή ήταν φτωχή.

Η τρέλα της τουλίπας όμως δε σταμάτησε στις συμφωνίες απλά, αλλά δημιουργήθηκε μία δευτερογενής αγορά και οι κερδοσκόποι βρήκαν την ευκαιρία να κάνουν συναλλαγές βασιζόμενοι σε διακυμάνσεις των τιμών των συμβολαίων της τουλίπας. Οι τιμές των βολβών των τουλιπών πετάχτηκαν στα ύψη με αποτέλεσμα το επενδυτικό κοινό να μετακινηθεί

σε μία αγορά κερδοσκοπίας. Το αποτέλεσμα ήταν η Ολλανδική οικονομία να καταρρεύσει, διότι πολλά αντισυμβαλλόμενα μέρη αθέτησαν στις υποχρεώσεις τους μιας και αδυνατούσαν να εκπληρώσουν τις χρηματικές τους υποχρεώσεις. Η κυβέρνηση δε μπόρεσε να βοηθήσει να ομαλοποιηθεί η κατάσταση με αποτέλεσμα και η οικονομία της να γνωρίσει κρίση, αλλά και τα παράγωγα να δημιουργήσουν μία άσχημη εικόνα στο επενδυτικό κοινό της χώρας και της Ευρώπης.

1711μ.χ. Τα παράγωγα ξαναεμφανίζονται στην Αγγλία. Η εταιρία της Νότιας Θάλασσας απέκτησε το μονοπώλιο στο εμπόριο με αντάλλαγμα να ξεπληρώσει οφειλές του κράτους προς τρίτους. Η τιμή της μετοχής της εκτοξεύτηκε από 130 λίρες στις 1.000 λίρες το 1720 καθώς η ζήτηση έφτασε στο αποκορύφωμα για τις μονοπωλιακές επιχειρηματικές δραστηριότητες της εταιρίας στη Νότια Θάλασσα. Οι μεγαλομέτοχοι όμως της εταιρίας γρήγορα αντιλήφθηκαν πως τα κέρδη της εταιρίας δεν μπορούσαν να δικαιολογήσουν τη φουσκωμένη τιμή της μετοχής και άρχισαν να ξεπουλούν. Τα νέα αυτά οδήγησαν σε ένα τρελό ξεπούλημα της μετοχής και η μετοχή βρέθηκε γρήγορα στις 150 λίρες. Την εποχή εκείνη τα παράγωγα εμφανίστηκαν και πάλι στο προσκήνιο και η μετοχή της εταιρίας της Νότιας Θάλασσας είχε ήδη κυκλοφορήσει στην αγορά παράγωγα στη μετοχή της, δίνοντας έτσι το δικαίωμα στους επενδυτές να αγοράσουν ή να πουλήσουν μετοχές της εταιρίας σε προκαθορισμένες τιμές σε μελλοντικές ημερομηνίες. Όταν η μετοχή τσακίστηκε απότομα, πολλοί κερδοσκόποι δεν μπορούσαν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Το αποτέλεσμα ήταν οι συναλλαγές στα παράγωγα να θεωρηθούν παράνομες, παρόλα αυτά μικρού όγκου συναλλαγές λαμβάνανε μέρος αλλά παράνομα.

1900μ.χ. Στις ΗΠΑ μετά τη δημιουργία του New York Stock Exchange το 1790, οι επενδυτές είχαν την ανάγκη της ύπαρξης ενός οργανωμένου χρηματιστηρίου παραγών. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες της Wall Street προκειμένου να αποφύγουν τις δυσάρεστες εκπλήξεις που δημιουργήθηκαν στην Ευρώπη, δημοσίευσαν προτάσεις πάνω στις συναλλαγές παραγών για το ευρύ επενδυτικό κοινό. Στις αρχές του 1900 τα παράγωγα συναλλασσόταν μεταξύ των ενδιαφερομένων αντισυμβαλλομένων over the counter δηλαδή όχι στο πάτωμα συγκεκριμένου χρηματιστηρίου, αλλά σε ένα οργανωμένο δίκτυο μεγάλων επενδυτών.

Αν και υπήρξαν πολλές προσπάθειες για να αναπτυχθεί η αγορά των παραγών μέχρι και τις αρχές του 1900 ο όγκος των συναλλαγών ήταν μικρός και αυτό διότι οι τότε επενδυτές τα χρησιμοποιούσαν για κερδοσκοπικούς λόγους περισσότερο με αποτέλεσμα πολλοί κερδοσκόποι να αθετούν στις υποχρεώσεις τους. Το 1920 η εμπιστοσύνη χάθηκε περισσότερο, όταν το επενδυτικό κοινό έμαθε πως κάποιοι διαπραγματευτές δωροδοκούνταν με συμμετοχή σε παράγωγα των μετοχών που προωθούσαν. Με τη χειραγώγηση τέτοιων μετοχών πολλοί μικροί επενδυτές έχασαν περιουσίες.

1929μ.χ. Μετά το ιστορικό κραχ το κογκρέσο στις ΗΠΑ αποφάσισε να δημιουργήσει ένα σώμα που να επιβλέπει τη διαφάνεια των συναλλαγών στην αγορά. Έτσι δημιουργήθηκε το SEC (Securities Exchange Commission) η λεγόμενη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στις πρώτες συνεδριάσεις της η Επιτροπή δεν επέτρεψε την διεξαγωγή συναλλαγών για τον λόγο, όπως δήλωναν τα μέλη της ότι δεν μπορούσαν να

ξεχωρίσουν ποια παράγωγα ήταν «καλά και κακά». Πέρα όμως από αυτό το κογκρέσο ήταν πολύ ανήσυχο διότι έβλεπε πολλά συμβόλαια να λήγουν χωρίς να εξασκηθούν και καταλάβαιναν πως πολλοί επενδυτές έχαναν σημαντικά κεφάλαια.

1934μ.χ. Ο Filer ο οποίος ήταν διαπραγματευτής (dealer) εκείνης της εποχής ρωτήθηκε από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς πως ήταν δυνατόν μόνον ένα 12½ % να εξασκεί τα συμβόλαια και το υπόλοιπο 87½ % να χάνει τα χρήματά του. Η απάντησή του ήταν αναλογική προς τους αρμόδιους λέγοντας πως η αγορά των συμβολαίων γινόταν καθαρά προκειμένου να ασφαλιστούν τα χαρτοφυλάκιά τους όπως θα έκανε κάποιος που θα ασφάλιζε το σπίτι του. Τους εξήγησε πως η επιτροπή έβλεπε τα παράγωγα μόνον ως κερδοσκοπικά προϊόντα ενώ θα έπρεπε να τα βλέπουν ως ασφάλειες πάνω στα χαρτοφυλάκια. Οι επεξηγήσεις του Filer διαφώτισαν σε μεγάλο βαθμό την επιτροπή και έτσι άλλαξε η εσφαλμένη εντύπωση που είχε δημιουργηθεί ως τότε.

1973μ.χ. Από τα τέλη περίπου της δεκαετίας του 1959 μέχρι τον Απρίλη του 1973 που δημιουργήθηκε το χρηματιστήριο στο Σικάγο το CBOE (Chicago Board Options Exchange), οι συναλλαγές στα παράγωγα λαμβάνανε μέρος μόνον over the counter. Σε καθημερινή βάση ένας διαπραγματευτής διαφήμιζε κάθε πρωί στη Wall Street Journal τα συμβόλαια εκείνα που είχαν ενδιαφέρον. Έτσι ο κάθε ενδιαφερόμενος επενδυτής επικοινωνούσε με τον συγκεκριμένο διαπραγματευτή. Υπήρχαν όμως και άλλα προβλήματα, όπως η ημερομηνία λήξης η οποία δεν ήταν σταθερή αλλά δημιουργούνταν την ημέρα της συναλλαγής. Έτσι ήταν δύσκολο για δύο αντισυμβαλλόμενους να έχουν τους ίδιους όρους

με αποτέλεσμα να είναι δύσκολο το κλείσιμο θέσεων σε οποιαδήποτε στιγμή. Η μόνη λύση ήταν να βρεθεί ο ίδιος αντισυμβαλλόμενος για να κλείσει η θέση. Η έλλειψη δευτερογενούς αγοράς δημιούργησε την ανάγκη οργανωμένου χρηματιστηρίου παραγώγων.

1983μ.χ. Το 1983 εμφανίστηκαν και τα παράγωγα πάνω σε δείκτες με πρώτο τον Standard & Poor's 100. Στη συνέχεια εισήχθησαν παράγωγα πάνω στα ομόλογα στα νομίσματα και στα επιτόκια.

Τελευταία δεκαετία 1997-2007 Στην Ελληνική αγορά, τα παράγωγα γίνανε γνωστά μετά το 1997 με την δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Νόμος 2533/97). Το πρώτο παράγωγο που δημιουργήθηκε ήταν το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/20 που άρχισε να διαπραγματεύεται στις 27/08/1999. Στις 14/01/2000 έκανε την πρεμιέρα του το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δεκαετές ομόλογο. Μετά την επιτυχία και των δύο ακολούθησε και το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/40 στις 28/01/2000.

Το Σεπτέμβριο του 2000 το πρώτο Δικαίωμα Προαίρεσης (Option) έκανε την εμφάνισή του στο δείκτη FTSE 20, ενώ τον Ιούνιο του 2001 ακολούθησε και το Δικαίωμα Προαίρεσης (Option) στο Mid 40. Το Νοέμβριο του 2001 εισήχθησαν τα Μετοχικά Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στις μετοχές του ΟΤΕ, Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος, 3E και τότε Panafon (σημερινή Vodafone). Τον Απρίλιο του 2002 ακολούθησαν τα μετοχικά ΣΜΕ στις Alpha Bank και Intracom.

Στις 31/08/2002, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών συγχωνεύτηκαν με τη νέα επωνυμία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. με σκοπό την υποστήριξη και παρακολούθηση συναλλαγών επί κινητών αξιών και παραγώγων προϊόντων, λοιπών χρηματιστηριακών προϊόντων, τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και τη προστασία του επενδυτικού κοινού καθώς και κάθε άλλη συναφή δραστηριότητα.

1.2.2. Ορισμός

Όπως ορίζει και η ονομασία τους, τα παράγωγα, είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα των οποίων η τιμή παράγεται/προκύπτει (derived) από την τιμή των προϊόντων (χρηματοοικονομικών ή μη) στα οποία βασίζονται (υποκείμενα προϊόντα, underlying instruments). Τα παράγωγα προϊόντα αναφέρονται σε:

1. μετοχές,
2. δείκτες μετοχών,
3. ομολογίες,
4. συνάλλαγμα και
5. εμπορεύματα.

Η μεγάλη ανάπτυξη της αγοράς παραγώγων οφείλεται στο ότι τα προϊόντα αυτά μπορούν να θεωρηθούν ως εργαλεία σταθεροποίησης, εξομάλυνσης και περιορισμού των κινδύνων των οικονομικών συναλλαγών, αλλά και ως μέσα εξασφάλισης αποδόσεων εκ μέρους των επενδυτών. Τα χρηματιστηριακά παράγωγα προϊόντα, που τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς, έχουν δύο κρίσιμα χαρακτηριστικά:

1) Είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς, και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά. Τα χρηματιστηριακά συμβόλαια έχουν την «εγγύηση» της αγοράς στην οποία υπόκεινται προς διαπραγμάτευση και

2) Κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή, έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση τα καθιστά ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού, αντίθετα με ό,τι ισχύει σε παράγωγα προϊόντα που δεν είναι εισηγμένα σε οργανωμένες αγορές.

Τα παράγωγα προϊόντα είναι διαφορετικά στη φύση τους από τα υποκείμενά τους. Για παράδειγμα, οι υποκείμενες μετοχές αποτελούν υποχρεώσεις της εκδότριας εταιρείας προς τους εκάστοτε μετόχους της. Το παράγωγο προϊόν, δικαιώματα επί μετοχών, δεν δημιουργεί δικαίωμα κατά της εταιρείας που τις εκδίδει, αλλά κατά κάποιου άλλου προσώπου ως προς τις μετοχές αυτές (π.χ. να αγοράσει ή να πωλήσει ορισμένο αριθμό μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή, εντός συγκεκριμένης προθεσμίας). Γνωστά παράγωγα προϊόντα, τα οποία διαπραγματεύονται διεθνώς, είναι τα:

1. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures),
2. Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)
3. Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards) και
4. Ανταλλαγές (Swaps)
5. Λοιπά Παράγωγα (hybrids), όπως FRA's, Caps, Floors, Collars, Warrants.

1.2.3. Πλεονεκτήματα Παράγωγων Προϊόντων

Τα παράγωγα προϊόντα χαρακτηρίζονται από μοναδικά πλεονεκτήματα τα οποία είναι τα εξής:

- προσφέρουν τη δυνατότητα πολλαπλάσιων αποδόσεων επί του επενδυμένου κεφαλαίου (μόχλευση), αφού ως περιθώριο ασφάλισης δεσμεύεται μόνο ένα ποσοστό της ονομαστικής αξίας της θέσης,
- δίνουν τη δυνατότητα εκμετάλλευσης όλων των τάσεων της αγοράς (ανοδικές, καθοδικές, ή στατικές τάσεις),
- είναι απλά και ευέλικτα στη χρήση και έχουν χαμηλό κόστος συναλλαγών,
- μπορεί να γίνει χρήση του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου ως περιθώριο ασφάλισης,
- η λήψη ή η αντιστάθμιση μιας θέσης μπορεί να κλείσει οποιαδήποτε στιγμή πριν τη λήξη του συμβολαίου, χάρη στη ρευστότητα που παρέχουν στην αγορά οι Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου B (market makers),
- δημιουργούν ευκαιρίες για σύνθετες στρατηγικές προσαρμοσμένες στις προσδοκίες και το επενδυτικό προφίλ του κάθε πελάτη, και δεν απαιτούν μεγάλα κεφάλαια για να κάνει κάποιος συναλλαγές, αφού για παράδειγμα η αγορά ενός δικαιώματος σε δείκτη μπορεί να μην ξεπερνά τα 50 ευρώ.

1.2.4. Αγορά Παραγώγων

Με το Νόμο 2533/97 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό πλαίσιο για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων

στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, λειτουργία και ανάπτυξη της αγοράς έχουν ιδρυθεί το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. (ΧΠΑ) και η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. (ΕΤΕΣΕΠ), την οποία θα αναλύσουμε παρακάτω.

Είναι γεγονός ότι η ύπαρξη οργανωμένης αγοράς παραγώγων, όχι μόνο δεν υπονομεύει την υποκείμενη αγορά, αλλά αντίθετα αποτελεί ένα στήριγμα για την αγορά του Χ.Α.Α. Μια οργανωμένη αγορά παραγώγων, όπως αυτή του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ), συνεισφέρει στην αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς, παρέχει οφέλη προς τους επενδυτές και έχει θετικές επιδράσεις για το σύνολο της οικονομίας.

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

1. συντελεί στην διαφάνεια και ορθολογικοποίηση της τιμής,
2. στον βραχυπρόθεσμο προσδιορισμό (πρόβλεψη) μεταβολής της τιμής,
3. στην συνολική αύξηση ρευστότητας της αγοράς μέσω των διαφόρων στρατηγικών,
4. στην βελτίωση της αξιοπιστίας των συναλλαγών μέσα από τον κεντρικό αντισυμβαλλόμενο την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. και
5. στην αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου , είτε με αντιστάθμιση – μετακύλιση κινδύνου, είτε με αύξηση των αποδόσεων.

Τέλος οι επιδράσεις της οργανωμένης αγοράς παραγώγων **στο σύνολο της οικονομίας** συνιστάται:

1. στην διεύρυνση των επιλογών των επενδυτών, των αναδόχων και των εκδοτών με τη διάθεση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων,
2. στην αύξηση των συναλλαγών,
3. στην παροχή μέσων για επιμερισμό, συγκέντρωση και αντιστάθμιση κινδύνου,
4. στην μείωση του κόστους συναλλαγών,
5. στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας της τιμολόγησης,
6. στην αύξηση των μέσων για θέση στην ελληνική αγορά για τους θεσμικούς επενδυτές,
7. στην παροχή νέων εργαλείων για την επίλυση συμβατικών προβλημάτων και πληροφόρησης,
8. στην δημιουργία νέων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων, και
9. στην οικονομικότερη κατανομή των οικονομικών πόρων.

1.2.5. Σκοπός Δημιουργίας Παραγώγων

Αντιστάθμιση Κινδύνου (Hedging)

Ο σκοπός της δημιουργίας των παράγωγων προϊόντων δεν ήταν άλλος από την διασφάλιση ή την αντιστάθμιση των κινδύνων (hedging) που προέρχονται από οποιουδήποτε είδους χρηματοοικονομικές συναλλαγές. Μπορούμε να σκεφτούμε τις πράξεις επί παραγώγων που αποσκοπούν στην αντιστάθμιση κάποιου κινδύνου, σαν το ασφάλιστρο που πληρώνουμε για το αυτοκίνητο μας, ή για το σπίτι μας. Αν δεν χρειαστεί να απαιτήσουμε κάποια αποζημίωση από την ασφαλιστική μας

εταιρία, το ποσό που πληρώσαμε (δηλαδή το ασφάλιστρο) χάνεται. Η πιθανότητα όμως να συμβεί κάτι στο αυτοκίνητο ή στο σπίτι μας (δηλαδή στο κεφάλαιο μας), μας οδηγεί στην ανανέωση της ασφάλισής του.

Η μείωση του κινδύνου εξασφαλίζεται με τη λήψη κατάλληλης θέσης σε παράγωγο προϊόν, η οποία δημιουργεί αντίθετα αποτελέσματα από αυτά της υποκείμενης αξίας, με αποτέλεσμα να μειώνεται ως και να εξαλείφεται ο κίνδυνος ζημιάς για τον επενδυτή, ανεξάρτητα από το αν η αγορά κινηθεί ανοδικά ή πτωτικά. Έτσι, οι επενδυτές δεν είναι αναγκασμένοι να ρευστοποιήσουν το χαρτοφυλάκιό τους, αλλά μπορούν να διατηρήσουν τις θέσεις τους έχοντας εξασφαλίσει το κεφάλαιό τους και «κλειδώσει» τις αποδόσεις τους, ακόμη και σε περιόδους αβεβαιότητας για την πορεία της αγοράς.

Κερδοσκοπία (Speculation)

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

Στις σύγχρονες συνθήκες διαχείρισης ενεργητικού- παθητικού οι επενδυτές μπορούν με την χρήση των προϊόντων αυτών να διαμορφώσουν τις πλέον κατάλληλες στρατηγικές για αν αυξήσουν την απόδοση τους μέσω των πλέον κερδοφόρων επενδύσεων. Έτσι με τη

χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων οι επενδυτές μπορούν στις επενδυτικές τους επιλογές να προσθέσουν δυνατότητες για τις μέγιστες πιθανές θετικές αποδόσεις με τη χαμηλότερη δυνατή χρήση κεφαλαίων, που συνήθως ισούται με κάποιο ασφάλιστρο (premium) ή με κάποιο περιθώριο (margin). Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που χρησιμοποιούν τα παράγωγα οι κερδοσκόποι (speculators).

Εξισορροπητική Κερδοσκοπία (Arbitrage)

Εξισορροπητική Κερδοσκοπία είναι η εκμετάλλευση και διόρθωση στιγμιαίων ανισορροπιών μεταξύ της υποκείμενης αγοράς και της Αγοράς Παραγώγων που προσφέρουν κέρδη χωρίς κίνδυνο.

Συγκεκριμένα το arbitrage είναι μια επενδυτική τεχνική που χρησιμοποιείται όταν εντοπίζεται στην αγορά απόκλιση μεταξύ των τιμών δυο εναλλακτικών επενδύσεων που θα έχουν ακριβώς την ίδια αξία κατά την λήξη των συμβολαίων. Ο επενδυτής αγοράζει την σχετικά οικονομικότερη και πουλάει τη σχετικά ακριβότερη από τις δυο εναλλακτικές επενδύσεις. Στην λήξη του συμβολαίου, ο επενδυτής θα κλείσει ταυτόχρονα και τις δυο θέσεις του πραγματοποιώντας σίγουρο κέρδος. Η χρήση μιας τέτοιας τεχνικής δεν προϋποθέτει ότι ο επενδυτής έχει συγκεκριμένη άποψη για την πορεία της αγοράς, αφού το κέρδος είναι ανεξάρτητο από την πορεία του δείκτη.

1.2.6. Προμήθειες

Προβλέπονται οι εξής τύποι προμηθειών:

α) Προμήθεια εγγραφής μέλους: Καταβάλλεται εφ' άπαξ με την αποδοχή του μέλους και πριν από την υπογραφή της σχετικής σύμβασης.

β) Ετήσια συνδρομή μέλους.

γ) Προμήθειες επί των συναλλαγών: Αφορούν τόσο τη διενέργεια συναλλαγών όσο και την εκκαθάριση. Αποτελούν σταθερό δραχμικό ποσό ανά συμβόλαιο και μπορεί να διαφοροποιούνται από προϊόν σε προϊόν. Οι προμήθειες αυτές θα υπολογίζονται από το σύστημα σε καθημερινή βάση και θα καταβάλλονται από το μέλος εκκαθάρισης ταυτόχρονα με τον ημερήσιο χρηματικό διακανονισμό προς το ΧΠΑ και την

ΕΤΕΣΕΠ.

δ) Άλλες προμήθειες και έξοδα αφορούν ειδικές πράξεις που εκτελούνται κατ' απαίτηση του μέλους, όπως ακυρώσεις και τροποποιήσεις. Επίσης, προβλέπονται σταθερές δραχμικές προμήθειες για ενάσκηση δικαιώματος και για φυσική παράδοση τίτλων για εκείνα τα προϊόντα που προβλέπεται κάτι τέτοιο. Οι προμήθειες αυτές υπολογίζονται επίσης σε καθημερινή βάση και καταβάλλονται στο πλαίσιο του ημερήσιου διακανονισμού.

1.2.7. Παράνομες Χρήσεις Παραγώγων Προϊόντων

Μερικά περιστατικά που θεωρούνται παράνομα από το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών είναι τα ακόλουθα, χωρίς να περιορίζονται μόνο σε αυτά:

1. Χειραγώγηση αγοράς (Market manipulation): Επιτήδειος χειρισμός της αγοράς. Όταν οι τιμές εκτέλεσης συγκεκριμένων προϊόντων γίνονται πάντοτε από συγκεκριμένα μέλη χωρίς να παρεμβαίνουν τρίτοι για παρατεταμένο χρόνο.

2. Σταυροειδείς συναλλαγές (Cross trading/Internal trading): Η παρακολούθηση των σταυροειδών συναλλαγών ελέγχει αν έχει συμβεί ή αναφερθεί συναλλαγή όπου ο αγοραστής και ο πωλητής είναι το ίδιο μέλος, ή ο όρος αφορά συναλλαγή η οποία ρυθμίζεται έξω εκτός της επίσημης τακτικής του Χρηματιστηρίου, με κρυφό τρόπο και προσυνηνοημένα. Αν όμως ζητηθεί από πελάτη προς μέλος σταυροειδής συναλλαγή (Internal Trading), τότε αυτό είναι εφικτό μόνο μέσω του συστήματος και η εκτέλεση πραγματοποιείται στα όρια της καλύτερης τιμής αγοράς/πώλησης.

3. Front running: Ο όρος αφορά σημαντικό μέγεθος εντολής (αγορά/πώληση) από τον πελάτη προς τον ειδικό διαπραγματευτή, όπου αυτός εκμεταλλευόμενος τη θέση του και τις πιθανές διακυμάνσεις της αγοράς (λόγω του μεγάλου μεγέθους της εντολής) εκτελεί εντολές προς όφελός του κατοχυρώνοντας καλύτερες τιμές. Αν η διαφορά χρόνου εκτέλεσης μεταξύ της εντολής του ειδικού διαπραγματευτή και του πελάτη είναι μεγάλη, τότε η εκτέλεση της εντολής γίνεται δεκτή. Αν όμως η διαφορά ώρας εκτέλεσης είναι μικρή και ο ειδικός διαπραγματευτής έχει πάρει καλύτερη τιμή από τον πελάτη, τότε πρέπει να διενεργηθεί περαιτέρω έλεγχος.

4. Προσυμφωνημένες συναλλαγές (Pre-arranged Trading): Ο όρος αναφέρεται σε συμφωνίες συναλλαγών εκτός κύκλου αγοράς, με σκοπό να επηρεασθούν οι τιμές καθοδικά ή ανοδικά. Ο έλεγχος

αυτών των συναλλαγών διεξάγεται μέσω του συστήματος ΟΑΣΗΣ και μέσω των Εκ Μέρους των Μελών Συναλλαγών (OBOT).

5.Parking: Είναι η πρακτική κατά την οποία η εταιρεία ή ο επενδυτής προβαίνει σε εικονικές συναλλαγές με σκοπό:

- α) Να μη φαίνονται οι συναλλαγές τους στα βιβλία της εταιρείας.
- β) Να κρύψουν τις θέσεις τους για ελεγκτικούς λόγους.
- γ) Να αποκρύψουν τις συναλλαγές τους όταν φθάνουν τα επιτρεπόμενα όρια θέσεως.

- δ) Να αποκρύψουν τις ζημιές ή τα κέρδη τους από τις θέσεις που κατέχουν.

6.Withdrawing & withholding: Η μη εκτέλεση ή απόσυρση εντολής πελάτη με σκοπό το όφελος του ιδίου.

1.2.8. Συμπεράσματα

Σαφώς είναι ξεκάθαρη η προστασία που μας παρέχει η αγορά ενός παραγώγου στον σωστό χρόνο. Αντισταθμίζοντας τον κίνδυνο (hedging) με σωστή επιλογή στην τιμή εξάσκησης, το χαρτοφυλάκιό μας δεν διακινδυνεύει. Τα σενάρια που μπορεί να συμβούν είναι πολλά και διάφορα και αυτά είναι που θα διαμορφώσουν την στρατηγική που θα λάβουμε για να προστατεύσουμε την θέση μας. Γνωρίζοντας σωστά τους μηχανισμούς των παραγώγων και χωρίς επιπόλαιες κινήσεις, μπορεί να αποδειχτούν σωτήριες σε περιπτώσεις λανθασμένης εκτίμησης της πορείας της αγοράς. Η εστίασή μας θα πρέπει να υπάρχει στην υιοθέτηση για διαμόρφωση μίας στρατηγικής αντιμετώπισης ενός κακού σεναρίου.

Αντιθέτως, η κερδοσκοπία πάνω στα προϊόντα αυτά, μπορεί να αποφέρει τεράστια κέρδη χρησιμοποιώντας μικρά κεφάλαια λόγω της μεγάλης **μόγλευσης (leverage)** που τα χαρακτηρίζουν αλλά από την άλλη μεριά τεράστιες ζημιές ακόμη και ολοκληρωτικό χάσιμο του επενδυμένου κεφαλαίου σε περίπτωση που η αγορά δεν κινηθεί με το μέρος μας. Για αυτό πρέπει να χρησιμοποιούνται με σύνεση και με στόχο την αντιστάθμιση κινδύνου σε ανοιχτές θέσεις μετοχών ή αντιστάθμιση παραγώγων με παράγωγα.

Η τακτική παρακολούθηση καθώς και η ρευστοποίησή τους στα επίπεδα που ικανοποιούν τους στόχους που έχουν τεθεί εξαρχής, χαρακτηρίζουν τον επενδυτή που ξέρει πότε να κλείσει την θέση του και να απορροφήσει το κέρδος ή την ζημία του. Η αντίθετη περίπτωση, όπου η επιπολαιότητα και η απληστία θα επικρατήσουν, το πιθανότερο είναι να έχουν δυσάρεστα αποτελέσματα...

1.3. Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

1.3.1.Ορισμός

Η εκκαθάριση των συναλλαγών σε παράγωγα πραγματοποιείται από τον Οργανισμό Εκκαθάρισης (clearing house). Στην ελληνική αγορά, την ευθύνη αυτή για τις συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) έχει η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. δηλαδή η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.

1.3.2. Δραστηριότητα Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

Από τη στιγμή που θα πραγματοποιηθεί συναλλαγή στο ΧΠΑ, η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. πρέπει να διεκπεραιώσει τέσσερις λειτουργίες:

α) Καταγραφή συναλλαγής,

β) Εκκαθάριση συναλλαγής,

γ) Υπολογισμός περιθωρίου ασφάλισης που πρέπει να δεσμευθεί από τους επενδυτές

δ) Διακανονισμός υποχρεώσεων των συμβαλλομένων.

Σκοπός της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. με λίγα λόγια είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που συνάπτονται στην Αγορά Παραγώγων, η εκκαθάριση των συναλλαγών και η διασφάλιση της εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές. Σε περίπτωση που κάποιος επενδυτής δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις, που απορρέουν από συναλλαγή, το μέλος της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π., που εκπροσωπεί τον εν λόγω επενδυτή, είναι υπεύθυνο για την ενημέρωση της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. σχετικά με την αδυναμία του επενδυτή. Η κάλυψη των υποχρεώσεων του αναλαμβάνεται από την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. χρησιμοποιώντας τα περιθώρια ασφάλισης του επενδυτή. Με λίγα λόγια το περιθώριο ασφάλισης (margin) αντιπροσωπεύει ένα ενέχυρο (το οποίο μπορεί να είναι είτε μετρητά, είτε μετοχές, είτε η δέσμευση κάποιων ομολόγων αλλά ακόμα και ποσά σε καταθέσεις σε ξένο νόμισμα) υπέρ της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. το οποίο μπορεί να ρευστοποιήσει σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις που προκύπτουν από τον ημερήσιο διακανονισμό. Αν και μετά τη χρήση των περιθωρίων

ασφάλισης του επενδυτή, η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. δεν έχει καλύψει τη ζημία που έχει υποστεί από τον επενδυτή, τότε το μέλος της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. θα κληθεί να καλύψει τη διαφορά.

Η εκκαθάριση των συναλλαγών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων περιλαμβάνει τις γνωστές, από τα χρηματιστήρια αξιών, λειτουργίες εκκαθάρισης (clearing) και χρηματικού διακανονισμού (settlement), αλλά και τη διαδικασία των περιθωρίων ασφάλισης (βλέπε παράρτημα ορολογίας). Η διαδικασία των περιθωρίων ασφάλισης διενεργείται σε επίπεδο τελικού επενδυτή (end-client), ενώ αυτή του χρηματικού διακανονισμού, σε επίπεδο εκκαθαριστικού μέλους (clearing member-μέλος του ΧΠΑ και μέλος της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.).

Στη συνολική διαδικασία συμμετέχουν οι εξής οργανισμοί:

1.ΧΠΑ (ADEX)

2.ΕΤΕΣΕΠ (ADECH)

3.ΚΑΑ (CSD)

4.ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΗΣ

5.ΤΡΑΠΕΖΑ ΔΙΑΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥ

6.ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ

Επομένως, η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. εκκαθαρίζει τις πράξεις που γίνονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ). Η εκκαθάριση μπορεί σύντομα να ορισθεί ως διαδικασία καταχώρησης, τήρησης θέσεων, διακανονισμού και υπολογισμού των περιθωρίων ασφάλισης των συμβολαίων που έχουν διαπραγματευθεί.

1.3.3.Οργανόγραμμα Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.



1.3.4.Μέλη Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

Τα μέλη της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:

- **Μη Εκκαθαριστικά Μέλη.** Δεν μπορούν να εκκαθαρίσουν τις συμβάσεις που καταρτίζουν αλλά υποχρεούνται να αναθέτουν την εκκαθάριση σε ένα Γενικό μέλος.
- **Άμεσα Εκκαθαριστικά Μέλη.** Μπορούν να εκκαθαρίσουν συμβάσεις που καταρτίζονται για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό των πελατών παραγγελέων τους.
- **Γενικά Μέλη.** Μπορούν να εκκαθαρίσουν οποιαδήποτε σύμβαση , ακόμα και συμβάσεις που καταρτίζονται σε άλλα μέλη.

- **Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Α**
- **Ειδικοί Διαπραγματευτές τύπου Β**

1.3.5. Υποχρεώσεις Πελατών Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

Ως πελάτες θεωρούνται όλα τα φυσικά και νομικά πρόσωπα, που μπορούν να διενεργούν πράξεις επί παραγώγων. Ως τέτοια θεωρούνται και τα μέλη της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π., που είναι ειδικοί διαπραγματευτές όλων των τύπων.

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

α) Λογαριασμό εκκαθάρισης πελάτη στην Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. (κωδικός εκκαθάρισης) για την παρακολούθηση των ανοιχτών θέσεων, της εκκαθάρισης και τακτοποίησης των πράξεων στις οποίες ο πελάτης είναι αντισυμβαλλόμενος.

β) Λογαριασμό εκκαθάρισης πελάτη στο μέλος της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. για την παρακολούθηση του πελάτη από το μέλος.

γ) Χρηματικό λογαριασμό κατάθεσης των περιθωρίων ασφάλισης στο όνομα του πελάτη στην Τράπεζα Θεματοφυλακής του μέλους για την κατάθεση των περιθωρίων ασφάλισης (σε μετρητά) που θα είναι δεσμευμένα υπέρ

ΕΤΕΣΕΠ. Τη διαχείριση του λογαριασμού την κάνει το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ.

δ) Λογαριασμό άυλων τίτλων στην Τράπεζα Θεματοφυλακής για τη φύλαξη στο μέλλον των όποιων εγγυήσεων, σε ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου, παρασχεθούν από τον πελάτη υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ για κάλυψη του περιθωρίου ασφάλισης.

ε) Λογαριασμό στο ΚΑΑ για τη φύλαξη των όποιων εγγυήσεων παρασχεθούν στην ΕΤΕΣΕΠ σε μετοχές και για το διακανονισμό πράξεων επί παραγώγων με υποκείμενη αξία μετοχές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ (OPTIONS)

2.1. Εισαγωγικά Στοιχεία

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι συμφωνίες μεταξύ δυο αντισυμβαλλόμενων (ενός αγοραστή και ενός πωλητή) που δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα αλλά όχι και την υποχρέωση να αγοράσει από (αν πρόκειται για δικαίωμα αγοράς-Call) ή να πουλήσει στον (αν πρόκειται για δικαίωμα πώλησης -Put) πωλητή, συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) σε προκαθορισμένη τιμή (η τιμή εξάσκησης).

Για να αποκτήσει αυτό το δικαίωμα ο αγοραστής πρέπει να καταβάλλει προκαταβολικά στον πωλητή τους ένα αντίτιμο, το λεγόμενο premium (τίμημα δικαιώματος).

Ο αγοραστής ανάλογα με τις συνθήκες που θα έχουν διαμορφωθεί στην αγορά αποφασίζει αν θα προβεί στη χρήση αυτού του δικαιώματος ή όχι.

2.1.1.Είδη Δικαιωμάτων Προαίρεσης

- **ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΑΓΟΡΑΣ (CALL OPTION)**

Αν το δικαίωμα προαίρεσης αναφέρεται σε δικαίωμα του επενδύτη για να αγοράσει την υποκείμενη αξία, τότε μιλάμε για **Δικαίωμα Αγοράς(Call option)**.

Η αγορά της υποκείμενης αξίας γίνεται μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη του δικαιώματος και η τιμή στην οποία αγοράζεται η υποκείμενη αξία ονομάζεται **Τιμή Εξάσκησης(Strike price)**.

Η αξία ενός **Call option** κατά την εξάσκηση του είναι η διαφορά της τρέχουσας τιμής της υποκείμενης αξίας από την τιμή εξάσκησης. Αν η τιμή της υποκείμενης αξίας κινείται κάτω από την τιμή εξάσκησης, δεν έχει νόημα η εξάσκηση του **Call option**.

Ένα δικαίωμα αγοράς είναι **Καλυμμένο (covered call)** όταν ο πωλητής του δικαιώματος έχει την μετοχή οπότε και μπορεί να την παραδώσει εάν ο αγοραστής του δικαιώματος αγοράς το εξασκήσει.

Ένα δικαίωμα αγοράς είναι **Ακάλυπτο (naked call)** όταν ο πωλητής του δικαιώματος δεν έχει την μετοχή και συνεπώς εάν ο αγοραστής του δικαιώματος αγοράς το εξασκήσει ο πωλητής θα πρέπει να αγοράσει την μετοχή από την χρηματιστηριακή αγορά προκειμένου να την παραδώσει στον αγοραστή.

Η πώληση ακάλυπτων δικαιωμάτων αγοράς είναι η πιο επικίνδυνη επενδυτική τακτική λόγω της απεριόριστης δονητικής ζημιάς που εμπεριέχουν.

- **PUT OPTION**

Αν, αντιθέτως ,το δικαίωμα προαίρεσης ,αναφέρεται σε δικαίωμα του επενδυτή για να πουλήσει την υποκείμενη αξία, τότε μιλάμε για **Δικαίωμα Πώλησης (Put option)**.

Η πώληση της υποκείμενης αξίας γίνεται μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα μέχρι τη λήξη του δικαιώματος και η τιμή στην οποία πωλείται η υποκείμενη αξία ονομάζεται **Τιμή Εξάσκησης(Strike price)**.

Η αξία ενός **Put option** κατά την εξάσκηση του είναι η διαφορά της τιμής εξάσκησης από την τρέχουσα τιμή της υποκείμενης αξίας. Αν η τιμή της υποκείμενης αξίας κινείται πάνω από την τιμή εξάσκησης δεν έχει νόημα η εξάσκηση του **Put option**.

Συγκεντρωτικά λοιπόν έχουμε:

- **Αγοραστής Δικαιώματος Αγοράς:** Ο κάτοχος ενός δικαιώματος αγοράς αγοράζει από τον πωλητή του δικαιώματος αγοράς το δικαίωμα να απαιτήσει την παράδοση του υποκείμενου προϊόντος στην συμφωνημένη τιμή οποιαδήποτε στιγμή μέχρι και ή την εκπνοή του συμβολαίου.
- **Πωλητής Δικαιώματος Αγοράς:** Ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραδώσει το υποκείμενο προϊόν στην τιμή εξάσκησης οποιαδήποτε στιγμή μέχρι και ή την ημερομηνία εκπνοής του δικαιώματος αγοράς, αν ο κάτοχος εξασκήσει το δικαίωμα του.

- **Αγοραστής Δικαιώματος Πώλησης:** Ο κάτοχος ενός δικαιώματος πώλησης αγοράζει από τον πωλητή του το δικαίωμα να πουλήσει(να παραδώσει) το υποκείμενο προϊόν στην συμφωνημένη τιμή οποιαδήποτε στιγμή μέχρι και ή την εκπνοή του συμβολαίου.
- **Πωλητής Δικαιώματος Πώλησης:** Ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης αναλαμβάνει την υποχρέωση να δεχθεί την παράδοση του υποκείμενου προϊόντος στην τιμή εξάσκησης οποιαδήποτε στιγμή μέχρι και ή την ημερομηνία εκπνοής του δικαιώματος πώλησης αν ο κάτοχος εξασκήσει το δικαίωμα του.

2.1.2. Τύποι Δικαιωμάτων Προαίρεσης

- **Αμερικανικού Τύπου**

Αν ένα δικαίωμα μπορεί να εξασκηθεί σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή μέχρι την λήξη του τότε λεμε ότι το δικαίωμα αυτό είναι Αμερικανικού Τύπου. Τα δικαιώματα που το υποκείμενο αγαθό είναι μετοχές είναι συνήθως Αμερικανικού Τύπου.

- **Ευρωπαϊκού Τύπου**

Αν η εξάσκηση ενός δικαιώματος μπορεί να γίνει μόνο στην λήξη του τότε λεμε ότι το δικαίωμα αυτό είναι Ευρωπαϊκού Τύπου.

Δικαιώματα Ευρωπαϊκού Τύπου είναι αυτά στα οποία το υποκείμενο αγαθό είναι κάποιος δείκτης.

2.1.3.Βασικά Χαρακτηριστικά Δικαιωμάτων Προαίρεσης

- **Υποκείμενη Αξία (Underlying Value)**

Οι υποκείμενες αξίες πάνω στις οποίες διαπραγματεύονται τα Δικαιώματα Προαίρεσης σήμερα είναι οι δείκτες FTSE/ASE -20 και FTSE/ASE Mid 40, μετοχές και ισοτιμίες.

- **Μέγεθος Συμβολαίου**

Δηλώνει τον αριθμό των συμβολαίων που αφορούν τον υποκείμενο τίτλο που εμπλέκονται αν το δικαίωμα εξασκηθεί (δικαίωμα μετοχών).

- **Διάρκεια (Maturity) και Ημερομηνία Εξάσκησης (Exercise Date)**

Η διάρκεια του Δικαιώματος προαίρεσης είναι η περίοδος μέχρι την ημερομηνία λήξης .Η τελευταία ημέρα της διάρκειας είναι η ημερομηνία λήξης . Εάν ο αγοραστής δεν εξασκήσει το δικαίωμα μέχρι την ημερομηνία λήξης ,το δικαίωμα χάνεται δηλ. εκπνέει.

- **Τίμημα Δικαιώματος (Premium)**

Το τίμημα του Δικαιώματος Προαίρεσης είναι το σύνολο των χρημάτων που πρέπει να πληρώσει ο αγοραστής του Δικαιώματος Προαίρεσης στον πωλητή του Δικαιώματος Προαίρεσης προκειμένου να αποκτήσει το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν. Η πληρωμή στον πωλητή γίνεται ανεξάρτητα από το αν το Δικαίωμα Προαίρεσης εξασκείται τελικά ή όχι, και έτσι με αυτόν τον τρόπο αντιπροσωπεύει το μέγιστο πιθανό κέρδος για τον πωλητή.

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

Το ποσό του premium καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση μεταξύ αγοραστών και πωλητών όπως αυτή προκύπτει από την διαπραγμάτευση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης στην Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αξιών. Το σύνολο του τιμήματος του Δικαιώματος Προαίρεσης είναι πληρωτέο την επόμενη μέρα από την ολοκλήρωση του συμβολαίου και πιστώνεται στον λογαριασμό του πωλητή.

- **Τιμή Εξάσκησης (Strike Price)**

Η τιμή εξάσκησης είναι η τιμή στην οποία ο κάτοχος ενός Δικαιώματος Αγοράς (call option) μπορεί να αγοράσει το υποκείμενο προϊόν και ο κάτοχος ενός Δικαιώματος Πώλησης (put option) μπορεί να πουλήσει το υποκείμενο προϊόν. Η τιμή εξάσκησης είναι μια καθορισμένη τιμή και δεν μεταβάλλεται κατά την διάρκεια ζωής του Δικαιώματος.

2.2. Δικαιώματα Προαίρεσης σε Μετοχές

Τα δικαιώματα προαίρεσης επί μετοχών είναι συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης Αμερικανικού τύπου, δηλ. μπορούν να ασκηθούν από τους αγοραστές οποιαδήποτε στιγμή μέχρι και την ημερομηνία λήξης τους. Όλα τα συμβόλαια δικαιωμάτων έχουν τιμή άσκησης. Το μέγεθος συμβολαίου είναι 100 μετοχές.

Οι μετοχές στις οποίες βασίζονται τα δικαιώματα επιλέγονται με βάση κριτήρια όπως η διασπορά, η ρευστότητα, η εμπορευσιμότητα και η μεταβλητότητα των τιμών, ενώ η ύπαρξη Ειδικών Διαπραγματευτών (Market Makers) βοηθά την ρευστότητα στο προϊόν.

Όπως προαναφέρθηκε και αναλύθηκε σε προηγούμενη ενότητα, υπάρχουν δυο είδη συμβολαίων για κάθε υποκείμενη μετοχή: τα συμβόλαια Δικαιωμάτων Αγοράς (Calls) και τα Συμβόλαια Δικαιωμάτων Πώλησης (Puts).

Το τίμημα των Δικαιωμάτων επί μετοχών εκφράζεται σε ευρώ ανά μετοχή. Ένας επενδυτής που αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς επί μιας μετοχής Α με τιμή άσκησης χ ευρώ στην τιμή των κ ευρώ, θα πληρώσει στον πωλητή του δικαιώματος το πόσο των $(\chi^* 100)$ ευρώ. Η πληρωμή του τιμήματος εκκαθαρίζεται την επόμενη εργάσιμη μέρα. Η εκκαθάριση του τιμήματος γίνεται μέσω του Ημερήσιου διακανονισμού όπως διεξάγεται για όλα τα προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων, ενώ η διαπραγμάτευση του προϊόντος γίνεται στο ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης της Αγορά Παραγώγων.

2.2.1. Τίμημα Δικαιώματος (Premium) και παράγοντες που το επηρεάζουν

Όπως προαναφέρθηκε το ποσό της τιμής δικαιώματος καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση, γεγονός που προκαλεί διαρκείς διακυμάνσεις στην τιμή δικαιώματος. Το σύνολο της τιμής δικαιώματος είναι πληρωτέο την επόμενη μέρα από την ολοκλήρωση του συμβολαίου και πρέπει να πιστωθεί στον λογαριασμό του πωλητή.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν το τίμημα του δικαιώματος είναι οι εξής:

- **Τιμή Υποκείμενης Αξίας**

Οποιαδήποτε διακύμανση στην τιμή της υποκείμενης αξίας συνεπάγεται διακύμανση της τιμής του δικαιώματος. Η έκταση της αλλαγής εξαρτάται από την σχέση τιμής εξάσκησης και τιμής υποκείμενης αξίας, όπως επίσης και από την υπολειπόμενη διάρκεια ζωής του δικαιώματος.

Πλησιάζοντας προς την λήξη του συμβολαίου, το τίμημα επηρεάζεται μόνο από τις διακυμάνσεις της υποκείμενης αξίας, καθώς η αξία του χρόνου τείνει στο μηδέν. Ενώ η μεταβολή της τιμής του δικαιώματος είναι συνήθως μικρότερη ή ίση με την μεταβολή της τιμής της υποκείμενης αξίας, η ποσοστιαία μεταβολή είναι πάντα αρκετά μεγαλύτερη δημιουργώντας την μόχλευση (βλ. παράρτημα ορισμών) στα δικαιώματα.

- **Τιμή Εξάσκησης**

Όσο πιο βαθιά εντός της χρηματικής του αξίας είναι ένα δικαίωμα τόσο μεγαλύτερη εσωτερική αξία έχει και κατά συνέπεια, τόσο μεγαλύτερο θα είναι και το τίμημα του. Αναλυτικά, σε ένα Δικαίωμα Αγοράς όσο μικρότερη είναι η τιμή εξάσκησης σε σχέση με την τιμή της υποκείμενης αξίας, τόσο μεγαλύτερο είναι και το τίμημα. Σε ένα Δικαίωμα Πώλησης όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή εξάσκησης σε σχέση με την τιμή της υποκείμενης αξίας, τόσο μεγαλύτερο είναι και το τίμημα. (βλ. παράρτημα διαγραμμάτων , διαγράμμι. 1, 2)

- **Ζωή του Δικαιώματος Προαίρεσης**

Η αξία του χρόνου είναι μεγαλύτερη όσο περισσότερος χρόνος απομένει για την λήξη ενός Δικαιώματος Προαίρεσης . Συνεπώς το τίμημα του δικαιώματος μεγαλώνει όσο μεγαλώνει ο χρόνος ζωής του. Όσο πλησιάζει ένα συμβόλαιο στην λήξη του, η αξία του χρόνου μειώνεται. Την ημέρα της λήξης η αξία του χρόνου είναι μηδέν (0) και το τίμημα έχει μόνο εσωτερική αξία.(βλ. παράρτημα διαγραμμάτων , διάγρ. 3)

- **Το ισχύον επιτόκιο**

Επειδή στα χρηματοοικονομικά εμφανίζεται σχεδόν πάντα ο κίνδυνος στις επενδύσεις κεφαλαίων, πολλές φορές κεφάλαια που δανείζονται με τόκο δεν είναι σίγουρο ότι θα επιστραφούν στον δανειστή. Όταν μιλάμε για δανεισμό με «επιτόκιο χωρίς κίνδυνο» (risk free interest rate) εννοούμε ότι ο δανειστής θα πάρει σίγουρα τα χρήματα που δάνεισε συν το τόκο βάσει του επιτοκίου.

Όπως είναι γνωστό το ποσό που καταβάλει ένας επενδυτής για να αποκτήσει ένα option είναι γενικά ένα μικρό ποσοστό της αξίας του υποκείμενου τίτλου. Το τι ρόλο παίζει το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο στις τιμές των δικαιωμάτων φαίνεται από τα παρακάτω απλά παραδείγματα:

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1

Ας θεωρήσουμε ότι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται χρήματα με επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

- Αν ο επενδυτής A έχει 105€ για να αγοράσει μια μετοχή αξίας 105€ σήμερα, μπορεί, αντί να αγοράσει την μετοχή, να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς (call option) με τιμή εξάσκησης 105€ πληρώνοντας στον πωλητή του δικαιώματος π.χ. 5€ σήμερα οπότε και έχει την ευχέρεια να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο προς 105€ (τιμή εξάσκησης) στο μέλλον. Μέχρι να έρθει η ημερομηνία λήξης του option ο αγοραστής του δικαιώματος (δηλ. ο A) μπορεί να δανείσει τα χρήματα του (τα 100€ που του έμειναν) απολαμβάνοντας τόκους χωρίς κίνδυνο με επιτόκιο π.χ. $\varepsilon = 10\%$ (risk free interest rate). Όταν έρθει η ημερομηνία λήξης του δικαιώματος ο κάτοχος του δικαιώματος ζητάει πίσω τα χρήματα που δάνεισε συν τους τόκους (θα πάρει 110€) οπότε και θα αγοράσει την μετοχή προς 105€ (που είναι η τιμή εξάσκησης) και θα του περισσέψουν και 5€ ως κέρδος. Μάλιστα, όσο μεγαλύτερο είναι το ε τόσο μεγαλύτερο κέρδος θα έχει η τακτική αυτή. Συνεπώς όταν το ε είναι μεγάλο συμφέρει να είναι κάποιος κάτοχος ενός δικαιώματος αγοράς πράγμα που ανεβάζει την αξία του.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2

- Ένας κάτοχος ενός δικαιώματος πώλησης (put option) ξέρει ότι μπορεί να πουλήσει την μετοχή του στο μέλλον προς π.χ. 100€ (τιμή εξάσκησης) αλλά αν την πουλήσει σήμερα θα δάνειζε τα 100€ που θα έπαιρνε από την πώληση της μετοχής με επιτόκιο χωρίς κίνδυνο π.χ. $\varepsilon = 10\%$ και έτσι στην ημερομηνία λήξης θα είχε 110€. Αν αντίθετα

εξασκήσει το δικαίωμα στην ημερομηνία λήξης θα πουλήσει την μετοχή και θα λάβει 100€ Όσο λοιπόν πιο μεγάλο είναι το ε , τόσο περισσότερο κέρδος "διαφεύγει" από τον κάτοχο του δικαιώματος πώλησης αν έχει σκοπό να εξασκήσει το δικαίωμα του και συνεπώς τόσο λιγότερο αξίζει να είναι κανείς κάτοχος του δικαιώματος πώλησης πράγμα που ρίχνει την αξία του δικαιώματος πώλησης.

Συνοπτικά:

- Όσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, τόσο μεγαλύτερη είναι η δίκαιη τιμή (βλ. παράρτημα ορισμών) των δικαιωμάτων αγοράς
- Όσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, τόσο μικρότερη είναι η δίκαιη τιμή των δικαιωμάτων πώλησης

Πρέπει να επισημανθεί ότι γενικά η επίδραση του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο στις τιμές των οπτιόνς είναι μηδαμινή σε σχέση με τους άλλους παράγοντες που αναφέρθηκαν κυρίως λόγω του ότι τα οπτιόνς στην πράξη έχουν γενικά μικρή διάρκεια (maturity).

ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	ΕΠΙΔΡΑΣΗ	
	CALL	PUT
ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	+	-
ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΤΙΜΗ ΕΞΑΣΚΗΣΗΣ	-	+
ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΤΗΤΑ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	+	+
ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΣ ΧΡΟΝΟΣ ΜΕΧΡΙ ΤΗΝ ΛΗΞΗ	+	+
ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ	+	-

- **Μεταβλητότητα το υποκείμενου αγαθού**

Το μέγεθος και η συχνότητα των διακυμάνσεων στην τιμή μιας αξίας για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο ονομάζεται **μεταβλητότητα** (βλ. παράρτημα διαγραμμάτων, διαγρ. 4).

Τα είδη μεταβλητότητας είναι τα εξής πέντε:

- I. Μελλοντική Μεταβλητότητα (Future Volatility)** που είναι η μεταβλητότητα που περιγράφει τις μελλοντικές μεταβολές των τιμών του υποκείμενου προϊόντος.
- II. Ιστορική μεταβλητότητα (Historical Volatility)** η οποία υπολογίζεται βάσει των ιστορικών τιμών. Είναι η μέση απόκλιση των τιμών από το μέσο όρο τους και εκφράζεται σε ποσοστό. Όσο μεγαλύτερη είναι η ιστορική μεταβλητότητα τόσο μεγαλύτερη είναι η δίκαιη τιμή των options(βλ. παράρτημα διαγραμμάτων ,διάγρ. 5).
- III. Τεκμαρτή μεταβλητότητα (Implied Volatility)** της οποίας ο υπολογισμός είναι βασισμένος στην υπόθεση ότι, δεδομένης της προσφοράς και της ζήτησης των επενδυτών, το τίμημα που η αγορά έχει δώσει στα συμβόλαια δικαιωμάτων είναι "δίκαιο" καθώς αντικατοπτρίζει τις μελλοντικές τους προσδοκίες και εκτιμήσεις. Εάν η αγορά λοιπόν περιμένει μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή της υποκείμενης αξίας, η τεκμαρτή μεταβλητότητα και κατά συνέπεια η τιμή των δικαιωμάτων θα αυξηθεί.
- IV. Προσδοκώμενη / Αναμενόμενη Μεταβλητότητα** η οποία βασίζεται στην ιστορική μεταβλητότητα και σε στατιστικές μεθόδους. Μπορεί να αφορά συγκεκριμένες χρονικές περιόδους (π.χ. 2 εβδομάδων) ή τον ακριβή αριθμό ημερών μέχρι την λήξη του εκάστοτε εξεταζόμενου συμβολαίου.

V. Εποχική Μεταβλητότητα που είναι ιδιαίτερα σημαντική στις αγορές εμπορευμάτων όπου η ζήτηση και η τιμή κάποιων προϊόντων (π.χ. καλαμπόκι) «παγώνει» κατά συγκεκριμένες περιόδους.

2.2.2. Χρήσεις των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών

Τα δικαιώματα επί μετοχών μπορούν να χρησιμοποιηθούν από επενδυτές για την υλοποίηση διαφόρων επενδυτικών πρακτικών όπως:

- Συνθετική αγορά ή πώληση μετοχής,
- Ασφάλεια από πτώση της τιμής της μετοχής,
- Αύξηση αποδοχής της μετοχής,
- Μεταβολή της σύνθεσης χαρτοφυλακίου σε σχέση με επιμέρους μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Στις χρήσεις του νέου προϊόντος περιλαμβάνονται τόσο οι πολυάριθμες χρήσεις των δικαιωμάτων προαίρεσης σε στρατηγικές αντιστάθμισης και λήψης θέσης όσο και οι δυνατότητες δημιουργίας σύνθετων στρατηγικών σε συνδυασμό με αλλά προϊόντα της Αγοράς παραγώγων.

2.2.3. Σκοποι Χρήσης Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών

Ένας επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τα Δικαιώματα επί Μετοχών για τους παρακάτω σκοπούς:

- Να μειώσει τον κίνδυνο που προέρχεται από την κίνηση της τιμής μιας μετοχής που έχει στο χαρτοφυλάκιο του ή σκοπεύει να αγοράσει (αντιστάθμιση),
- Να επενδύσει ένα μικρό ποσό στην προσδοκία του σε άνοδο ή πτώση τόσο της τιμής όσο και της μεταβλητότητας της τιμής, με προσδοκία μεγάλων αποδόσεων (μόχλευση),
- Να αυξήσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου του, πουλώντας δικαίωμα αγοράς ή πώλησης και εισπράττοντας το τίμημα , αναλαμβάνοντας ενδεχομένως κάποιον κίνδυνο,
- Να πραγματοποιήσει απλές ή σύνθετες στρατηγικές περιορισμένου ρίσκου και γνωστής εκ των προτέρων μέγιστης ζημίας ,
- Να δημιουργήσει μια συνθετική θέση αγοράς ή πώλησης σε μια μετοχή,
- Να πραγματοποιήσει εξισορροπητική κερδοσκοπία μεταξύ των 3 αγορών (μετοχών, Σ.Μ.Ε. επί μετοχών, Δικαιώματα επί μετοχών).

2.2.4.Τρόποι Δράσης Αγοραστών και Πωλητών Δικαιωμάτων Προαίρεσης

A) Ο αγοραστής ενός δικαιώματος Προαίρεσης μπορεί να επιλέξει μεταξύ τριών δυνατών τρόπων δράσης:

- Να εξασκήσει το δικαίωμα (exercising)
- Να κλείσει τη θέση του (closing out)
- Να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει(expiration)

Οι αγοραστές δικαιωμάτων έχουν πάντα την πρωτοβουλία για το αν και πότε θα ενεργήσουν σε σχέση με την ανοικτή τους θέση.

Πριν προχωρήσουν σε άσκηση οι αγοραστές δικαιωμάτων μπορούν να ελέγξουν ποια ενέργεια είναι πιο συμφέρουσα οικονομικά : η άσκηση του δικαιώματος ή το κλείσιμο της θέσης. Όσο τα συμβόλαια έχουν μεγάλη αξία χρόνου, συνήθως δεν είναι οικονομικά συμφέρουσα η πρόιμη άσκηση, ενώ για το δικαίωμα αγοράς , αν δεν υπάρχουν εταιρικές πράξεις, δεν συμφέρει τον αγοραστή να υπάρξει άσκηση. Ωστόσο στην απόφαση του να προχωρήσει σε **πρόιμη άσκηση**(διαδικασία κατά την οποία ο αγοραστής δικαιώματος μπορεί να ασκήσει το συμβόλαιο του οποιαδήποτε στιγμή μέχρι τη λήξη του συμβολαίου) , ένας επενδυτής (αγοραστής δικαιώματος αγοράς ή πώλησης) λαμβάνει επίσης υπόψη του:

- Το συνολικό κόστος των προμηθειών, και
- Την ανάγκη αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου του ως εξής:
 - Ø Απόκτηση της μετοχής – άσκηση δικαιώματος αγοράς
 - Ø Μείωση της έκθεσης στην μετοχή –άσκηση δικαιώματος πώλησης.

Οποιαδήποτε στιγμή μέχρι και τη λήξη του συμβολαίου, οι αγοραστές δικαιωμάτων μπορούν να επιλέξουν να ασκήσουν το συμβόλαιο ή να κλείσουν την θέση τους.

B) Ο πωλητής ενός δικαιώματος προαίρεσης έχει δυο τρόπους δράσης:

- Να περιμένει να δει αν ο αγοραστής θα εξασκήσει το δικαίωμα του.
- Να κλείσει τη θέση του (closing out).

Οι πωλητές συμβολαίων δικαιωμάτων μπορούν να κλείσουν την θέση τους οποιαδήποτε στιγμή πριν την λήξη του συμβολαίου. Αν ένας πωλητής δικαιώματος δεχθεί ανάθεση του συμβολαίου, οφείλει να ανταποκριθεί στην υποχρέωση που έχει αναλάβει , πραγματοποιώντας την συναλλαγή που περιγράφει το συμβόλαιο.

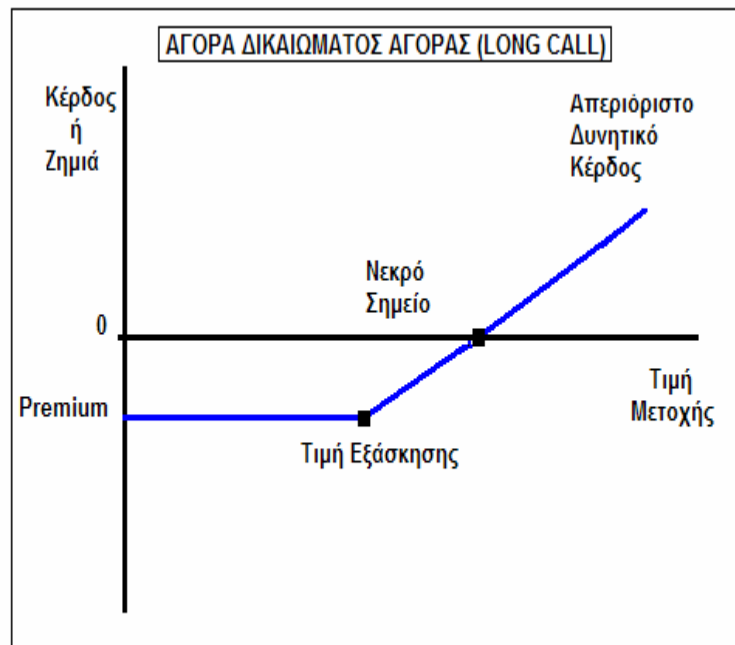
Αξίζει να σημειωθεί ότι **άσκηση συμβολαίου** μπορεί να γίνει ανεξάρτητα από το αν το δικαίωμα είναι εντός ή εκτός της ισοδύναμης χρηματικής του αξίας , αν ο αγοραστής του δικαιώματος το επιθυμεί. Οι αγοραστές των συμβολαίων έχουν το δικαίωμα να ασκήσουν συμβόλαια που βρίσκονται εκτός της ισοδύναμης χρηματικής τους αξίας οποιαδήποτε ημέρα μέχρι και την ημέρα λήξης των συμβολαίων. Παρόλο που θεωρητικά η ενέργεια αυτή είναι οικονομικά ασύμφορη, ο επενδυτής μπορεί να λάβει αυτή την επενδυτική απόφαση αφού συνυπολογίσει μια σειρά από θέματα. Επομένως υπάρχει περίπτωση οι πωλητές δικαιωμάτων να υποστούν ανάθεση ακόμα και αν τα πουλημένα δικαιώματα βρίσκονται εκτός της ισοδύναμης χρηματικής τους αξίας , εφόσον βέβαια τα ασκήσει ο αγοραστής.

2.2.5. Στρατηγικές με Δικαιώματα Προαίρεσης

Με κατάλληλο συνδυασμό Δικαιωμάτων Αγοράς και Δικαιωμάτων Πώλησης , ο επενδυτής μπορεί να δημιουργήσει πλήθος στρατηγικών με τα επιθυμητά γι' αυτόν χαρακτηριστικά. Οι στρατηγικές αυτές διαφέρουν ως προς τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής αλλά και ως προς τις ενδεχόμενες απολαβές που θα έχει. Οι στρατηγικές αυτές παρουσιάζονται αναλυτικά παρακάτω.

A) Αγορά Δικαιώματος Αγοράς (Long Call)

Η αγορά call option είναι μια στρατηγική που ακολουθεί ο αγοραστής του δικαιώματος (call holder) όταν αναμένει άνοδο της αγοράς. Ο αγοραστής αναλαμβάνει περιορισμένο κίνδυνο (όσο και το premium του δικαιώματος το οποίο αγοράζει), ενώ η δυνατότητα κέρδους είναι απεριόριστη. Η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος επιλέγεται ανάλογα με την προσδοκία ανόδου που έχει ο αγοραστής. Αν αναμένει μεγάλη άνοδο της αγοράς επιλέγει υψηλότερες τιμές εξάσκησης, ώστε να έχει τη δυνατότητα να αγοράσει περισσότερα δικαιώματα.



Μέγιστο Κέρδος: Απεριόριστο

Νεκρό σημείο: Τιμή Εξάσκησης + Τιμή Δικαιώματος

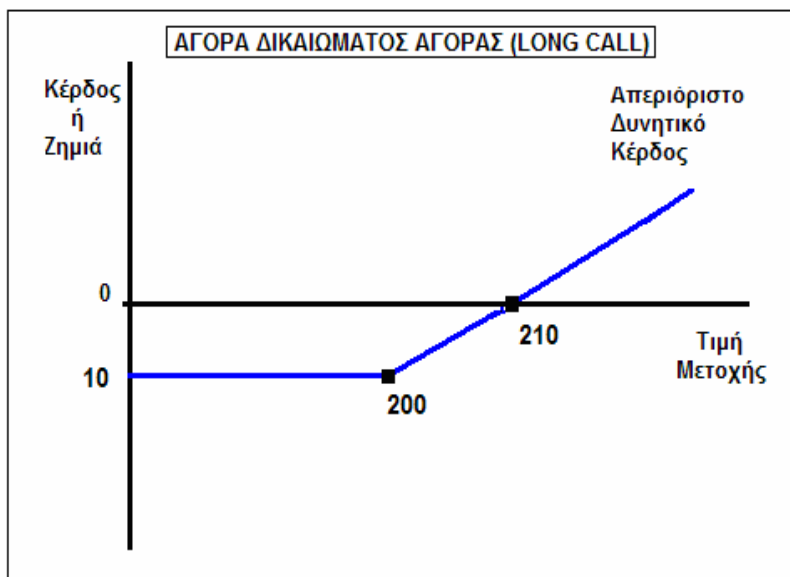
Μέγιστη Ζημιά: Τιμή Δικαιώματος που πληρώνεται

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

Ένας επενδυτής προσδοκά ότι οι τιμές των μετοχών μιας εταιρείας θα ακολουθήσουν μια ευνοϊκή αυτόν πορεία. Προς το παρόν οι μετοχές αυτές τιμώνται στα 200€ Παρόλα αυτά δεν επιθυμεί να ρισκάρει την επένδυση 20000€ για να αγοράσει 100 μετοχές. Αντί αυτού αποφασίζει να αγοράσει ένα δικαίωμα αγοράς στην τιμή εξάσκησης των 200€ Συνεπώς αποκτά το δικαίωμα να αγοράσει 100 μετοχές στα 200€ τη μία,

οποιαδήποτε στιγμή κατά τη διάρκεια ζωής του δικαιώματος. Για αυτό το δικαίωμα πληρώνει τιμή δικαιώματος 10€ανά μετοχή.

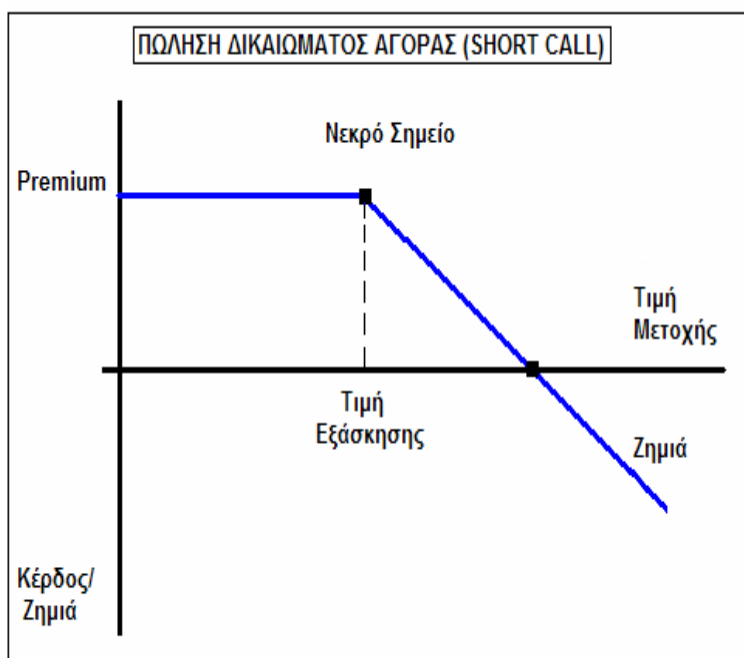
Αν οι τιμές της εταιρείας αυτής συναλλάσσονται στα 250€ κατά την ημερομηνία λήξης, ο επενδυτής θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα αγοράσει τις μετοχές στα 200€ Εφόσον έχει πληρώσει τιμή δικαιώματος 10€ το κέρδος ανά μετοχή ανέρχεται στα $250-200-10=40$ €ανά μετοχή.



B) Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Short Call)

Η στρατηγική αυτή πραγματοποιείται με την πώληση call option και εφαρμόζεται στην περίπτωση που περιμένουμε στάσιμη ή πτωτική αγορά. Το μέγιστο κέρδος που μπορεί να πραγματοποιηθεί είναι το premium του δικαιώματος που πουλιέται, ενώ η μέγιστη ζημιά είναι απεριόριστη. Εάν η προσδοκία του πωλητή είναι για στάσιμη αγορά, τότε πουλάει call options, με τιμές εξάσκησης κοντά

στην τρέχουσα τιμή, ενώ στη περίπτωση που αναμένει πτωτική κίνηση, μπορεί να πουλήσει call option με χαμηλότερη τιμή εξάσκησης. Σε περίπτωση που αναμένει ιδιαίτερα πτωτική αγορά, τότε είναι περισσότερο αποδοτική η στρατηγική της αγοράς put options.



Μέγιστο Κέρδος: Τιμή Δικαιώματος που λαμβάνεται

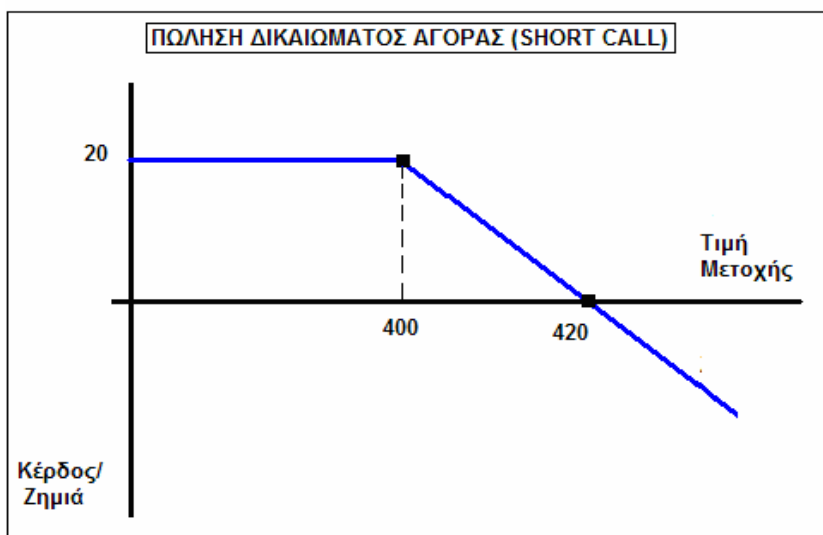
Νεκρό Σημείο: Τιμή Εξάσκησης + Τιμή Δικαιώματος

Μέγιστη ζημιά: Απεριόριστη

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΠΩΛΗΣΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ

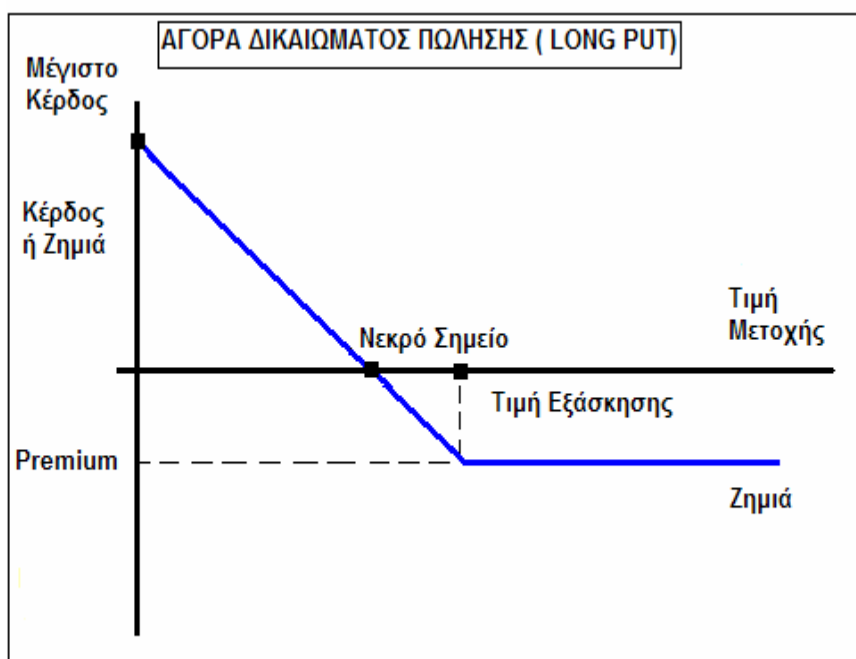
Ας υποθέσουμε ότι οι μετοχές μιας συγκεκριμένης εταιρείας έχουν τρέχουσα τιμή συναλλαγής 300€ Ένας επενδυτής έχει αμφιβολίες σχετικά με τη μελλοντική τάση της τιμής αυτών των μετοχών και πουλά ένα δικαίωμα αγοράς με τιμή εξάσκησης 400€ Συνεπώς αναλαμβάνει την υποχρέωση να πουλήσει τις μετοχές του στα 400€ κατά τη διάρκεια της ζωής του δικαιώματος, αν αυτό εξασκηθεί. Για να αναλάβει αυτήν την υποχρέωση, λαμβάνει το τίμημα δικαιώματος 20€ ανά μετοχή. Ένα δικαίωμα σε μετοχές συνήθως καλύπτει εν σύνολο από 100 μετοχές, δηλαδή στην περίπτωση μας 2000€ανά συμβόλαιο.

Ας κάνουμε μια επιπλέον υπόθεση, ότι οι μετοχές αυτής της εταιρείας συναλλάσσονται στα 300€ κατά την ημερομηνία λήξης. Σε αυτήν την περίπτωση θα ήταν πιο συμφέρον για τον κάτοχο του δικαιώματος να αγοράσει τις μετοχές στο χρηματιστήριο. Ο κάτοχος συνεπώς δεν θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα το αφήσει να εκπνεύσει. Ο πωλητής του δικαιώματος, θα κρατήσει υπό αυτές τις συνθήκες και την τιμή του δικαιώματος και τις μετοχές της εταιρείας αυτής.



Γ) Αγορά Δικαιώματος Πώλησης (Long Put)

Η αγορά put option είναι μια στρατηγική που ακολουθεί ο αγοραστής όταν αναμένει πτώση της αγοράς. Αναλαμβάνει περιορισμένο κίνδυνο (όσο και το premium του δικαιώματος το οποίο αγοράζει) ενώ η δυνατότητα κέρδους είναι απεριόριστη. Η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος επιλέγεται ανάλογα με την προσδοκία πτώσης που έχουμε. Αν ο αγοραστής αναμένει μεγάλη πτώση της αγοράς, επιλέγει χαμηλότερες τιμές εξάσκησης, ώστε να έχει την δυνατότητα να αγοράσει περισσότερα δικαιώματα.



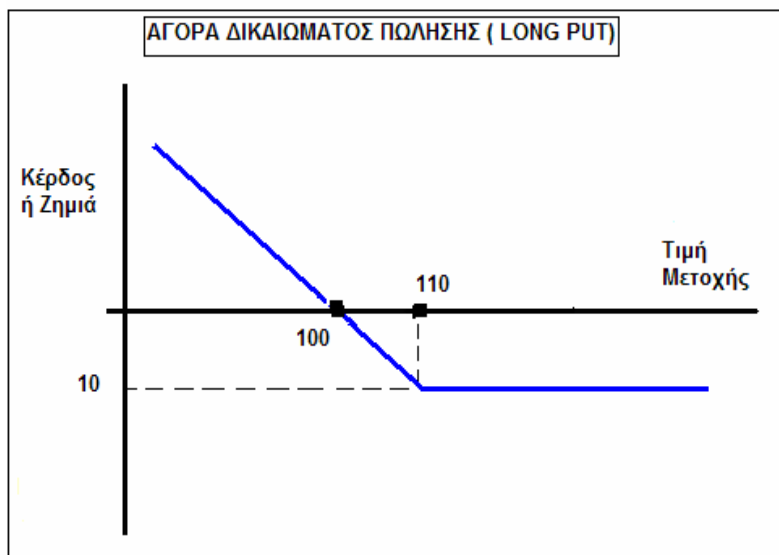
Μέγιστο Κέρδος: $\text{Τιμή Εξάσκησης} - \text{Τιμή Δικαιώματος}$
(Αυτό συμβαίνει όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου γίνει 0)

Νεκρό Σημείο: $\text{Τιμή Εξάσκησης} - \text{Τιμή Δικαιώματος}$

Μέγιστη ζημιά: Τιμή Δικαιώματος που πληρώνεται

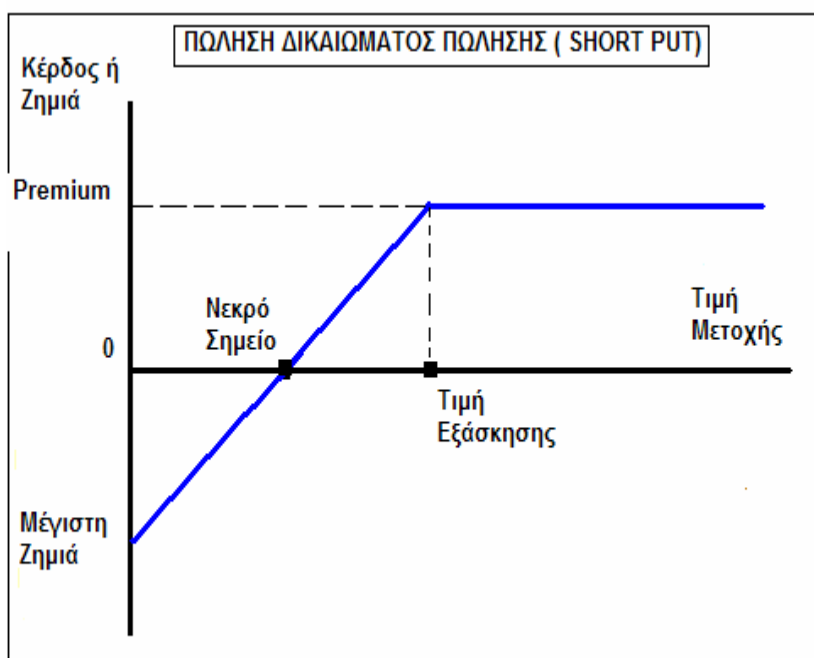
ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΓΟΡΑΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ

Προς το παρόν οι μετοχές μιας επιχείρησης τιμώνται στα 100€ Ένας επενδυτής αναμένει πτώση της τιμής και αγοράζει ένα δικαίωμα πώλησης με τιμή εξάσκησης 110€ και με τιμή δικαιώματος 10€ ανά μετοχή. Συνεπώς δικαιούται πλέον να πουλήσει 100 μετοχές στα 110€ τη μία. Υποθέτοντας ότι οι συγκεκριμένες μετοχές συναλλάσσονται στα 80€ κατά την ημερομηνία λήξης, ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης, θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα τις πουλήσει στα 110€ Εφόσον έχει αρχικά πληρώσει την τιμή δικαιώματος των 10€ ανά μετοχή, το κέρδος του θα είναι $110 - 80 - 10 = 20€$ ανά μετοχή.



Δ) Πώληση Δικαιώματος Πώλησης (Short Put)

Η στρατηγική αυτή πραγματοποιείται με την πώληση put option και εφαρμόζεται στην περίπτωση που περιμένουμε στάσιμη ή ανοδική αγορά. Το μέγιστο κέρδος που μπορεί να πραγματοποιηθεί είναι το premium του δικαιώματος που πουλιέται, ενώ η μέγιστη ζημία είναι απεριόριστη. Εάν η προσδοκία του πωλητή είναι για στάσιμη αγορά ,τότε πουλάει put options ,με τιμές εξάσκησης κοντά στην τρέχουσα τιμή, ενώ στη περίπτωση που αναμένει ανοδική κίνηση, μπορεί να πουλήσει put option με ψηλότερη τιμή εξάσκησης.. Σε περίπτωση που αναμένει ιδιαίτερα ανοδική αγορά ,τότε είναι περισσότερο αποδοτική η στρατηγική της αγοράς call options.



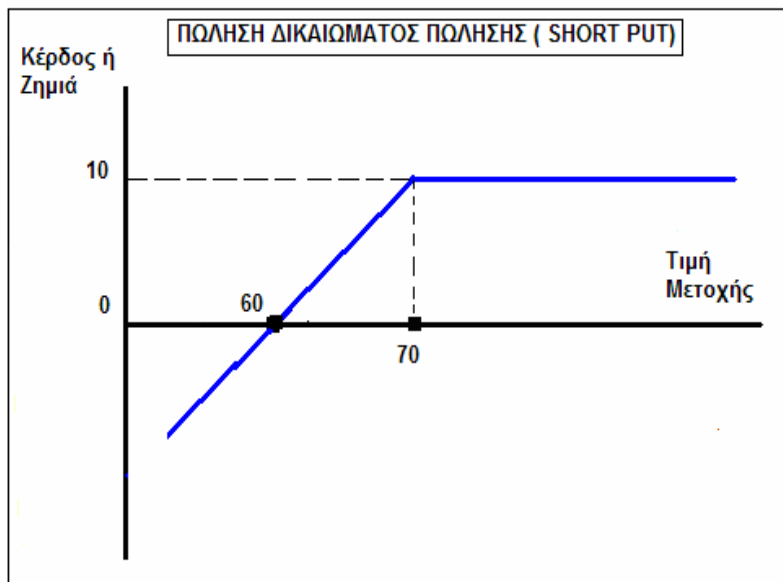
Μέγιστο Κέρδος: Τιμή Δικαιώματος που λαμβάνεται

Νεκρό Σημείο: Τιμή Εξάσκησης - Τιμή Δικαιώματος
Μέγιστη Ζημιά: Τιμή Εξάσκησης - Τιμή Δικαιώματος
(Αυτό συμβαίνει όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου γίνει 0)

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΠΩΛΗΣΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΩΛΗΣΗΣ

Ένας επενδυτής προσδοκά ότι οι τιμές των μετοχών μιας εταιρείας θα παραμείνουν σταθερές ή θα αυξηθούν. Προς το παρόν οι μετοχές αυτές τιμώνται στα 100€ και πουλάει ένα δικαίωμα πώλησης στην τιμή εξάσκησης των 70€. Συνεπώς αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει τις μετοχές στα 70€ τη μία, εντός της περιόδου ζωής του δικαιώματος αν αυτό εξασκηθεί. Ως αντάλλαγμα για την ανάληψη αυτής της υποχρέωσης, λαμβάνει την τιμή δικαιώματος 10€ ανά μετοχή, δηλαδή 1000€ ανά συμβόλαιο.

Υποθέτοντας ότι οι μετοχές της συγκεκριμένης εταιρείας συναλλάσσονται πάνω από τα 70€ κατά την ημερομηνία λήξης, ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης θα προτιμήσει να πουλήσει τις μετοχές του σε τιμή υψηλότερη των 70€ στο χρηματιστήριο παρά να τις πουλήσει στον πωλητή του δικαιώματος πώλησης στα 70€. Έτσι το δικαίωμα εκπνέει και ο πωλητής κρατάει την τιμή δικαιώματος σαν κέρδος.



ΕΜΠΕΡΙΣΤΑΤΩΜΕΝΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

Τρέχουσα τιμή μετοχής X (1/1/2007) στο χρηματιστήριο= 100€

Επενδυτής A: Αναμένει ότι η τιμή της X θα πέσει λίγο (π.χ. 95€) ή θα ανέβει λίγο (το πολύ μέχρι 105€) στο τέλος του μήνα.

Επενδυτής B: Αναμένει ότι η τιμή της X θα είναι αρκετά υψηλότερη (π.χ. 120€) στο τέλος του μήνα. Δεν έχει χρήματα (ή δεν θέλει) να αγοράσει την μετοχή τώρα.

- Ο A (writer) παραχωρεί στον B (Holder) το δικαίωμα να αγοράσει αν θέλει στο τέλος του μήνα (ημερομηνία λήξης, expiration date) την X στα 100€ (τιμή εξάσκησης, exercise price) από αυτόν. Ο B για την παραχώρηση που του γίνεται από τον A δίνει στον A 10€ τώρα.
- Επειδή ο B πληρώνει ουσιαστικά για να αποκτήσει το δικαίωμα αγοράς λέγεται “αγοραστής” (buyer, holder) του δικαιώματος και επειδή ο A εισπράττει χρήματα από τον B για το δικαίωμα λέγεται “πωλητής” (seller, writer) του δικαιώματος.

• Η υποκείμενη αξία είναι η μετοχή X και το 100 είναι η τιμή εξάσκησης. Η ημερομηνία λήξης είναι η 31/1/2007 και η διάρκεια του option είναι 30 ημέρες. Το μέγεθος του option είναι 1 αφού το option αναφέρεται στην αγορά μιας μετοχής.

Σενάριο 1^ο: Ο Β προέβλεψε σωστά και η μετοχή X στο τέλος του μήνα έχει τιμή 120€ στο χρηματιστήριο. Τότε:

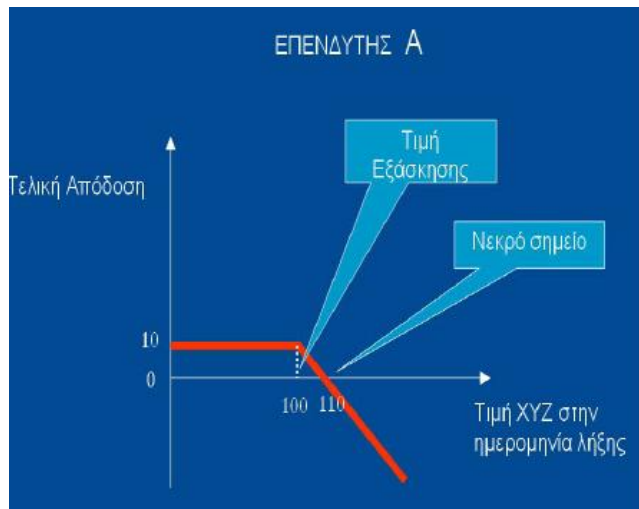
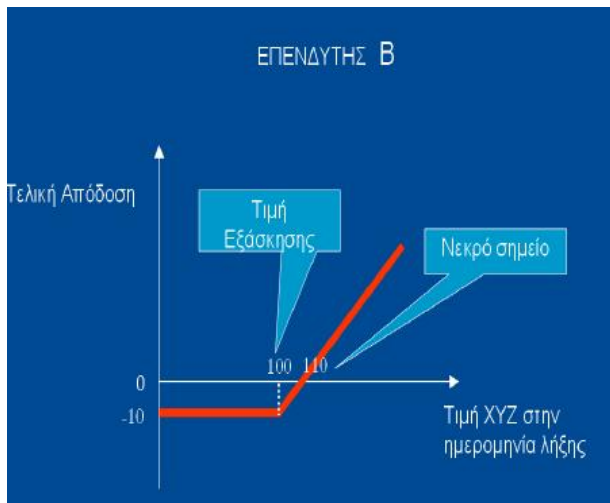
- 1) Ο Β θα εξασκήσει το δικαίωμα του και θα αγοράσει από τον Α την μετοχή στα 100€
- 2) Στην συνέχεια θα την πουλήσει αμέσως 120€ στο χρηματιστήριο και θα κερδίσει 20€ Αφαιρώντας την τιμή του δικαιώματος 10€ ο Β έχει τελικά κέρδος 10€
- 3) Ο Α χάνει σε αυτήν την περίπτωση διότι είναι αναγκασμένος να αγοράσει την X από το χρηματιστήριο προς 120€ και να την πουλήσει στον Β 100€ αλλά η ζημιά του περιορίζεται από το γεγονός ότι εισέπραξε 10€ από την πώληση του δικαιώματος στον Β. Η τελική ζημιά για τον Α είναι προφανώς ίση με το κέρδος του Β, δηλαδή 10€

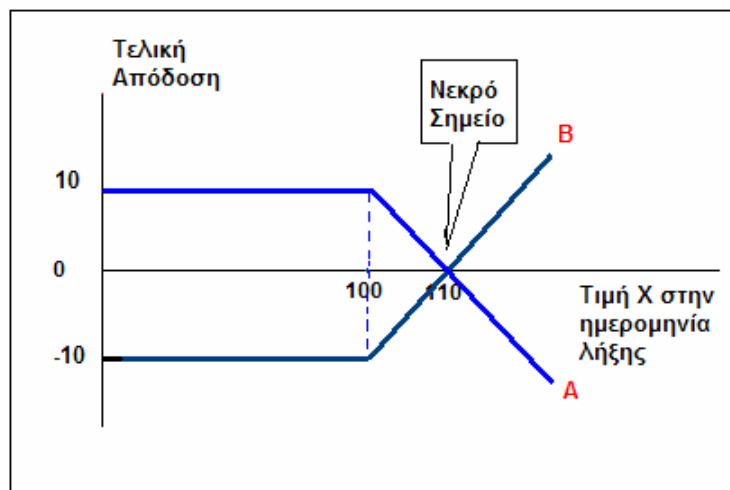
Σενάριο 2^ο: Ο Α προέβλεψε σωστά και η XYZ στο τέλος του μήνα έχει τιμή 95€ στο χρηματιστήριο. Τότε:

Ο Β δεν θα εξασκήσει το δικαίωμα του. Αν θέλει να αποκτήσει την X, θα προτιμήσει να την αγοράσει προς 95€ από το χρηματιστήριο αντί να την αγοράσει προς 100€ από τον Α. Συνεπώς χάνει τα 10€ που έδωσε για να αγοράσει το δικαίωμα. Αφού ο Β δεν εξασκεί το δικαίωμα του ο Α δεν έχει καμία υποχρέωση και κρατάει τα 10€ ως κέρδος.

Παρακάτω παρουσιάζεται διαγραμματικά οι αποδόσεις των μετοχών των δύο επενδυτών Α και Β χωριστά, αλλά και συγκριτικά.

Τιμή Μετοχής		Κέρδος/Ζημιά		Απόδοση	
A	B	A	B	A	B
10	10	10	-10	100%	-100%
....	...	10	-10	100%	-100%
90	90	10	-10	100%	-100%
100	100	10	-10	100%	-100%
110	110	0	0	0	0
120	120	10	10	-100%	100%
130	130	20	20	-200%	200%
140	140	30	30	-300%	300%





2.2.6. Άλλες Στρατηγικές Δικαιωμάτων Προαίρεσης

- § **Straddle:** Είναι η ταυτόχρονη αγορά ενός δικαιώματος αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης στον ίδιο υποκείμενο τίτλο με την ίδια τιμή εξάσκησης και την ίδια διάρκεια. Το premium των δυο δικαιωμάτων μπορεί να είναι το ίδιο ή να διαφέρει (βλ. παράτημα διαγραμμάτων, διάγρ.6).
- § **Covered Call:** Είναι η πώληση ενός δικαιώματος αγοράς με ταυτόχρονη αγορά, στην υποκείμενη αγορά, του ίδιου ποσού του υποκείμενου τίτλου (βλ. παράτημα διαγραμμάτων, διάγρ.7).
- § **Strangle:** Είναι ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης με την ίδια ημερομηνία λήξης, αλλά με διαφορετικές τιμές εξάσκησης (βλ. παράτημα διαγραμμάτων, διάγρ.8).

- § **Bull Spread:** Είναι μια στρατηγική που διαμορφώνεται, έτσι ώστε να εμπεριέχει χαμηλό κίνδυνο, αλλά και να δημιουργεί χαμηλά μόνο κέρδη σε μια αγορά με ανοδικές τάσεις. Διαμορφώνεται με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς σε συνδυασμό με την πώληση ενός δικαιώματος αγοράς με υψηλότερη τιμή εξάσκησης από το δικαίωμα αγοράς. Η διάρκεια των δύο δικαιωμάτων μπορεί να είναι η ίδια (βλ. παράτημα διαγραμμάτων, διάγρ.9).
- § **Bear Spread:** Είναι μια στρατηγική που διαμορφώνεται, έτσι ώστε να εμπεριέχει χαμηλό κίνδυνο, αλλά και να δημιουργεί χαμηλά μόνο κέρδη σε μια αγορά με πτωτικές τάσεις. Διαμορφώνεται με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς σε συνδυασμό με την πώληση ενός δικαιώματος αγοράς με χαμηλότερη τιμή εξάσκησης από το δικαίωμα αγοράς(βλ. παράτημα διαγραμμάτων, διάγρ.10).
- § **Butterfly Spread:** Είναι ο συνδυασμός Bull Spread και Bear Spread που στοχεύει στην διαμόρφωση συνθηκών που οδηγούν στην εμφάνιση των υψηλότερων αναμενόμενων κερδών, αλλά όμως και στις υψηλότερες πιθανές ζημιές. Μπορεί να δημιουργηθεί με την χρήση δικαιωμάτων με τρεις διαφορετικές τιμές εξάσκησης(βλ. παράτημα διαγραμμάτων, διάγρ.11).
- § **Condors:** Είναι ο συνδυασμός τεσσάρων δικαιωμάτων με τέσσερις διαφορετικές τιμές εξάσκησης και ίσως με διαφορετικές τιμές. Μια τέτοια στρατηγική περιορίζει τις πιθανές ζημιές, αλλά δεν αφήνει περιθώρια για υψηλά κέρδη(βλ. παράτημα διαγραμμάτων, διάγρ.12).

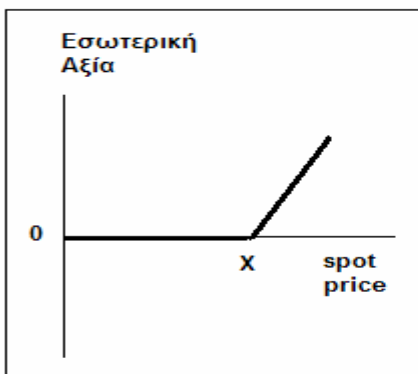
2.2.7.Στοιχεία Τιμολόγησης Δικαιωμάτων Προαίρεσης

■ Εσωτερική Αξία και Αξία Χρόνου

Η αξία ενός δικαιώματος αποτελείται από δύο στοιχεία, την εσωτερική αξία (intrinsic value) και την αξία χρόνου (time value).

$$\text{Τιμή Δικαιώματος} = \text{Εσωτερική Αξία} + \text{Αξία Χρόνου}$$

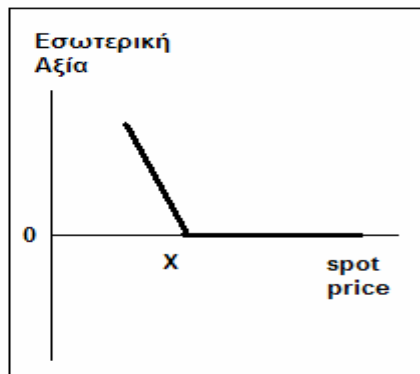
Αν ένα δικαίωμα έχει **εσωτερική αξία**, δηλαδή δίνει στον αγοραστή τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει την συναλλαγή σε τιμή πιο συμφέρουσα από την τρέχουσα στην αγορά (να αγοράσει σε πιο χαμηλή τιμή, ή να πουλήσει σε πιο υψηλή τιμή από την τρέχουσα στην αγορά μετοχών), τότε αυτή η διαφορά αποτελεί μέρος του τιμήματος του συμβολαίου. Η τιμή των συμβολαίων περιλαμβάνει επίσης την **αξία χρόνου**, η οποία αποτελεί την αποτίμηση της πιθανότητας το συμβόλαιο να αποκτήσει κάποια ή περισσότερη εσωτερική αξία στο διάστημα που απομένει μέχρι τη λήξη του. Έτσι ακόμα και αν ένα δικαίωμα δεν έχει εσωτερική αξία, όσο πιο μακριά από τη λήξη του βρίσκεται, τόσο πιο πιθανό είναι να έχει ορισμένη αξία χρόνου.



Δικαίωμα Αγορας

S= spot price

X= τιμή εξάσκησης



Δικαίωμα Πώλησης

S= spot price

X= τιμή εξάσκησης

Εσωτ. Αξία: $\text{Max}(S-X,0)$
 $S,0)$

Εσωτ. Αξία: $\text{Max}(X-$

Spot Price είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου στην χρηματιστηριακή αγορά.

Παρατηρούμε από τα παραπάνω διαγράμματα ότι:

- Ένα call option έχει εσωτερική αξία όταν η spot price του υποκείμενου τίτλου είναι μεγαλύτερη της τιμής εξάσκησης.
- Ένα put option έχει εσωτερική αξία όταν η spot price του υποκείμενου τίτλου είναι μικρότερη της τιμής εξάσκησης.

■ Μηδενική Καθαρή Αξία

Ένα Δικαίωμα Προαίρεσης (είτε πρόκειται για δικαίωμα αγοράς, είτε για δικαίωμα πώλησης) έχει μηδενική καθαρή αξία ή είναι "at the money", όταν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου (μετοχή), δηλαδή η τιμή εκκαθάρισης, είναι ίδιου ύψους με την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

■ Θετική Καθαρή Αξία

Ένα Δικαίωμα Αγοράς έχει θετική καθαρή αξία ή είναι "in the money", όταν η διαφορά της τιμής εκκαθάρισης του υποκείμενου τίτλου και της τιμής εξάσκησης είναι θετική, όταν δηλαδή η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι υψηλότερη από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

Ένα Δικαίωμα Πώλησης έχει θετική καθαρή αξία ή είναι "in the money", όταν η διαφορά της τιμής εξάσκησης του δικαιώματος και της τιμής εκκαθάρισης του υποκείμενου τίτλου είναι θετική,

όταν δηλαδή η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος είναι υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου.

■ **Αρνητική Καθαρή Αξία**

Ένα Δικαίωμα Αγοράς έχει αρνητική καθαρή αξία ή είναι "out of the money", όταν η διαφορά της τρέχουσας τιμής και της τιμής εξάσκησης του υποκείμενου τίτλου είναι αρνητική όταν δηλαδή η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι χαμηλότερη από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

Ένα Δικαίωμα Πώλησης έχει αρνητική καθαρή αξία ή είναι "out of the money", όταν η διαφορά της τρέχουσας τιμής του δικαιώματος και της τιμής εξάσκησης του υποκείμενου τίτλου είναι θετική, όταν δηλαδή η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου είναι υψηλότερη από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

2.2.8. Αντιστάθμιση Κινδύνου (Hedging) με Δικαιώματα Προαίρεσης

Αντιστάθμιση Κινδύνου (Hedging) σημαίνει χρήση τεχνικών προστασίας από τους κινδύνους των ήδη ανοικτών θέσεων στις τρέχουσες αγορές (spot markets).

Η κατοχή μετοχών ή μετοχικών χαρτοφυλακίων εμπεριέχει τον κίνδυνο να χαθούν τα κεφάλαια που επενδύθηκαν. Η χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης δίνει την δυνατότητα στους επενδυτές να περιορίσουν ή να εξαλείψουν τον κίνδυνο αυτόν.

Hedging με Αγορά Δικαιώματος Πώλησης

Ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης πληρώνει ένα ποσό (premium) για να αποκτήσει το δικαίωμα να πουλήσει την μετοχή σε μια καθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης του δικαιώματος). Αυτό εξαλείφει τον κίνδυνο, ο οποίος είναι συνδεδεμένος με μια πτώση της τιμής της μετοχής κάτω από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος πώλησης. Το κόστος της αντιστάθμισης του κινδύνου εξαρτάται από την επιλογή της τιμής εξάσκησης. Η αντιστάθμιση του κινδύνου με ένα δικαίωμα πώλησης που είναι εκτός της ισοδύναμης χρηματικής του αξίας προσφέρει μια πιο φθηνή λύση από ότι θα πρόσφερε ένα δικαίωμα πώλησης που θα ήταν ίσο με το χρηματικό του ισοδύναμο, αλλά θα παρείχε προστασία μόνο στην περίπτωση μιας πιο μεγάλης πτώσης της τιμής της μετοχής (βλ. παράρτημα διαγραμμάτων , διαγρ. 13,14,15).

Hedging με Πώληση Δικαιώματος Αγοράς

Πουλώντας κάποιος δικαιώματα αγοράς σε μετοχές που κατέχει μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο που συνδέεται με την διακράτηση των μετοχών κατά το ποσό της τιμής του δικαιώματος που εισπράττει. Ο κίνδυνος μειώνεται κατά το ποσό της τιμής που λαμβάνεται, και το οποίο είναι μια αποζημίωση για την πτώση της τιμής της υποκείμενης επένδυσης. Από την άλλη πλευρά τα κέρδη που θα προέρχονται από μια αύξηση της τιμής της μετοχής πάνω από την τιμή εξάσκησης χάνονται (βλ. παράρτημα διαγραμμάτων, διαγρ. 16,17,18).

2.2.9. Άσκηση Δικαιώματος Προαίρεσης

- Η δήλωση άσκησης δικαιώματος προαίρεσης παρέχεται αποκλειστικά στην Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. μέσω του ηλεκτρονικού συστήματος εκκαθάρισης. Οποιοδήποτε άλλο μέσο γνωστοποίησης δεν ισχύει έναντι της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.
- Η άσκηση του δικαιώματος προαίρεσης γίνεται μέχρι και μίση ώρα μετά τη λήξη της συνεδρίασης και είναι ελεύθερα ανακλητή μέχρι την ώρα αυτή.
- Η άσκηση δικαιωμάτων προαίρεσης μπορεί να προέλθει είτε λόγω λήψης από την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. δήλωσης άσκησης είτε αυτομάτως κατά την ημερομηνία λήξης ,όπως αναλυτικότερα αναφέρεται παρακάτω:
 - § Η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. δικαιούται να προκαλέσει της άσκηση δικαιώματος προαίρεσης χωρίς την δήλωση άσκηση του δικαιούχου ως προς δικαιώματα προαίρεσης που δεν συνεπάγονται την παράδοση υποκείμενης αξίας και εφόσον κατά την κρίση της η άσκηση του δικαιώματος δημιουργεί στον δικαιούχο την απαίτηση είσπραξης αξίας.
 - § Σε κάθε άλλη περίπτωση και στην περίπτωση που δικαιούχος γνωστοποιήσει στην Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. ότι δεν επιθυμεί την άσκηση του δικαιώματος του αυτομάτως από την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. ,η άσκηση δικαιώματος γίνεται μόνο μέσω δήλωσης του δικαιούχου .
- Σε περίπτωση άσκησης δικαιώματος προαίρεσης η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. δικαιούται να επιλέξει τυχαία με μέθοδο της

επιλογής της τον κωδικό εκκαθάρισης , επί του οποίου θα ασκήσει με τη σειρά της το ίδιο δικαίωμα.

2.2.10.Αρνηση Άσκησης Δικαιώματος Προαίρεσης

Οι αγοραστές συμβολαίων δικαιωμάτων που, ενώ τα συμβόλαια τους βρίσκονται εντός της ισοδύναμης χρηματικής τους αξίας , δεν επιθυμούν να γίνει άσκηση τους μπορούν να ζητήσουν να μη γίνει άσκηση από την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. στην λήξη . Για την άρνηση άσκησης δεν χρεώνεται προμήθεια . Οι επενδύτες μπορεί να επιλέξουν να αρνηθούν την άσκηση των συμβολαίων που έχουν εσωτερική αξία στην λήξη αν, για παράδειγμα , η εσωτερική αξία είναι χαμηλή και δεν καλύπτει τις προμήθειες ή τα κόστη των χρηματορροών που συνεπάγεται η φυσική παράδοση /παραλαβή μετοχών.

2.3. Δικαιώματα Προαίρεσης στον Δείκτη FTSE/ASE 20

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-20 ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται στην αγορά του Χρηματιστηρίου Παραγωγών τον Σεπτέμβριο του 2000. Κάθε στιγμή διαπραγματεύονται 6 μήνες λήξης και υπάρχουν 11 τουλάχιστον διαφορετικές τιμές άσκησης για καθέναν από αυτούς.

Ένα Δικαίωμα Προαίρεσης επί του δείκτη FTSE/ASE-20 δίνει στον αγοραστή του το δικαίωμα, και όχι την υποχρέωση, να «αγοράσει» (Δικαίωμα

αγοράς, call) ή να «πουλήσει» (Δικαίωμα πώλησης, put) το δείκτη σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία (3η Παρασκευή του μήνα λήξης), σε καθορισμένη τιμή (τιμή άσκησης). Ο πωλητής του Δικαιώματος αναλαμβάνει την αντίστοιχη υποχρέωση.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης στους δείκτες είναι τυποποιημένα συμβόλαια. Επίσης 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 ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.), επομένως, κατ' αυτήν την έννοια, δεν υπάρχει ο ημερήσιος χρηματικός διακανονισμός. Η τιμή του συμβολαίου εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη (FTSE/ASE-20), ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του Δικαιώματος επί τον πολλαπλασιαστή του κάθε δείκτη. Στα δικαιώματα προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 ο πολλαπλασιαστής είναι 5 EUR ανά μονάδα. Για παράδειγμα, ένα συμβόλαιο που διαπραγματεύτηκε στις 1.400 μονάδες, έχει χρηματική αξία (1.400 μον. x 5 EUR=) 7.000 EUR. Τιμή Δικαιώματος (ασφάλιστρο): Στα Δικαιώματα Προαίρεσης, ο αγοραστής για να έχει το πλεονέκτημα της επιλογής της εξάσκησης πληρώνει στον πωλητή ένα ποσό που ονομάζεται τιμή Δικαιώματος (premium).

Γενικά, οι αγοραστές των Δικαιωμάτων πληρώνουν το ποσό αυτό (premium) και οι πωλητές το λαμβάνουν. Οι πωλητές των Δικαιωμάτων -αν τους ζητηθεί από τους αγοραστές- είναι υποχρεωμένοι πάντα να εξασκήσουν το Δικαίωμα, να εκπληρώσουν δηλαδή την υποχρέωσή τους. Τα Δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE-20 στην Αγορά Παραγώγων είναι Ευρωπαϊκού τύπου.

Στο διάστημα που μεσολάβησε από την έναρξη διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων προαίρεσης μέχρι σήμερα , η πορεία του όγκου συναλλαγών υπήρξε σταθερά ανοδική για τα δικαιώματα αγοράς και πώλησης. Παράλληλη ήταν και η αύξηση του αριθμού ανοικτών θέσεων καθώς επίσης και η αύξηση του μεριδίου αγοράς για λογαριασμό πελατείας . Βάσει των παραπάνω είναι εύλογο ότι η αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσης αποκτά ολοένα και περισσότερο βάθος και γίνεται πιο ελκυστική για τον ιδιώτη και τον θεσμικό επενδυτή.

Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να αναφέρουμε ότι τα δικαιώματα προσφέρουν την δυνατότητα υλοποίησης πληθώρας σύνθετων επενδυτικών στρατηγικών σε άνοδο ή πτώση της αγοράς, όπως επίσης και σε αύξηση ή μείωση της μεταβλητότητας του δείκτη. Μάλιστα ο αγοραστής δικαιώματος αναλαμβάνει περιορισμένο κίνδυνο , ίσο με το τίμημα που πληρώνει αρχικά, ενώ τα κέρδη του μπορεί να είναι απεριόριστα εφόσον η προσδοκία του επενδυτή επαληθευτεί. Στο μέλλον ενδέχεται ο όγκος των συναλλαγών σε δικαιώματα να αυξηθεί ακόμα περισσότερο και με γρήγορους ρυθμούς, καθώς όλο και περισσότεροι επενδυτές στρέφουν την προσοχή τους στις μεγάλες δυνατότητες που προσφέρουν αυτά τα επενδυτικά εργαλεία.

Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται συνοπτικά τα χαρακτηριστικά των δικαιωμάτων προαίρεσης στον δείκτη FTSE/ASE-20.

Είδος Συμβολαίου	Τυποποιημένα Συμβόλαια Δικαιωμάτων τα οποία διακανονίζονται κατά την άσκησή τους μόνο χρηματικά.
Υποκείμενη Αξία	Ο Δείκτης FTSE/ATHEX-20
Μέγεθος Συμβολαίου	5 ευρώ ανά μονάδα του Δείκτη (πολλαπλασιαστής).
Τιμή Διαπραγμάτευσης	Η τιμή αγοράς ή πώλησης του

	Δικαιώματος, η οποία εκφράζεται σε μονάδες Δείκτη.
Τιμήμα Δικαιώματος	Η Τιμή Διαπραγμάτευσης στην οποία καταρτίζεται η συναλλαγή επί το Μέγεθος του Συμβολαίου.
Τρόπος Άσκησης Δικαιώματος	Ευρωπαϊκός.
Τελευταία Ημέρα Συναλλαγής	Η Ημέρα λήξης.
Ημέρα Καταβολής Τιμήματος Δικαιώματος	Η επομένη ημέρα συναλλαγών της ημέρας συναλλαγής.
Εκκαθάριση	Η εκκαθάριση, με την άσκηση του Δικαιώματος, γίνεται με χρηματικό διακανονισμό.
Ημέρα Εκκαθάρισης	Η επομένη ημέρα συναλλαγών της Ημέρας Λήξης.
Άσκηση Δικαιώματος	Η άσκηση του Δικαιώματος γίνεται κατά την Ημέρα Λήξης αυτόματα από το Σύστημα στις περιπτώσεις Δικαιωμάτων με θετική τελική καθαρή αξία (Δικαιώματα in-the-money) εφόσον ο αγοραστής του Δικαιώματος δεν έχει αρνηθεί με δήλωσή του την αυτόματη άσκηση. Όλα τα άλλα Δικαιώματα λήγουν χωρίς αξία κατά την Ημέρα Λήξης.

2.3.1. Τρόποι Δράσης Αγοραστών/ Πωλητών Δικαιωμάτων Προαίρεσης στον Δείκτη FTSE/ASE-20.

Οι τρόποι δράσης των αγοραστών και των πωλητών στα δικαιώματα προαίρεσης στον δείκτη FTSE/ASE-20 δεν διαφέρουν καθόλου από αυτούς στα Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές, δηλ. ο αγοραστής του Δικαιώματος Προαίρεσης έχει τρεις πιθανές επιλογές:

- να εξασκήσει το δικαίωμα (exercising),
- να κλείσει τη θέση του (closing out) ή
- να αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει (expiration).

Ο πωλητής του Δικαιώματος Προαίρεσης έχει δυο πιθανές επιλογές:

- να περιμένει να δει αν ο αγοραστής θα εξασκήσει το δικαίωμα του ή
- να κλείσει τη θέση του (closing out).

2.3.2. Κλείσιμο Θέσης (Closing Out) στα Δικαιώματα Προαίρεσης στον Δείκτη FTSE/ASE-20

Τόσο ο αγοραστής όσο και ο πωλητής έχουν την δυνατότητα να κλείσουν την θέση που έχουν πάρει στα Δικαιώματα Προαίρεσης οποιαδήποτε στιγμή, λαμβάνοντας μια αντίθετη θέση. Έτσι π.χ. ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς μπορεί να κλείσει τη θέση του λαμβάνοντας μια θέση πώλησης ενός δικαιώματος αγοράς της ίδιας τιμής εξάσκησης και ημερομηνίας λήξης.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1

ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ ΕΝΟΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (LONG CALL, ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΑΝΟΔΙΚΕΣ)

Ένας επενδυτής αναμένει ότι η τιμή του δείκτη FTSE/ASE-20 θα αυξηθεί. Ο ίδιος θέλει να επενδύσει σε μετοχές του FTSE/ASE-20 αλλά: 1)δεν έχει όλο το ποσό που χρειάζεται για την αγορά των μετοχών και 2) φοβάται πιθανή πτώση των τιμών των μετοχών. Με την αγορά όμως ενός Δικαιώματος Αγοράς του δίνεται η ευκαιρία να συμμετέχει σε άνοδο της αγοράς με ένα μικρό αρχικό κεφάλαιο, γνωρίζοντας ότι αν υπάρξει ζημιά, αυτή θα περιοριστεί μόνο στο τίμημα του δικαιώματος που θα καταβάλλει. Έτσι αποφασίζει να αγοράσει ένα Δικαίωμα Αγοράς.

Μονάδες δείκτη σήμερα=2500

Τιμή Εξάσκησης δικαιώματος= 2600

Premium: 80 μονάδες (δηλ. $80 \times 5 \text{€} = 400 \text{€}$ τίμημα δικαιώματος).

Υπάρχουν τρία πιθανά σενάρια:

Σενάριο 1: Κλείσιμο Θέσης (Closing Out) : Ο αγοραστής καταβάλλει το τίμημα του δικαιώματος (premium=400€) και έτσι αποκτά την δυνατότητα να συμμετέχει σε άνοδο αγοράς.

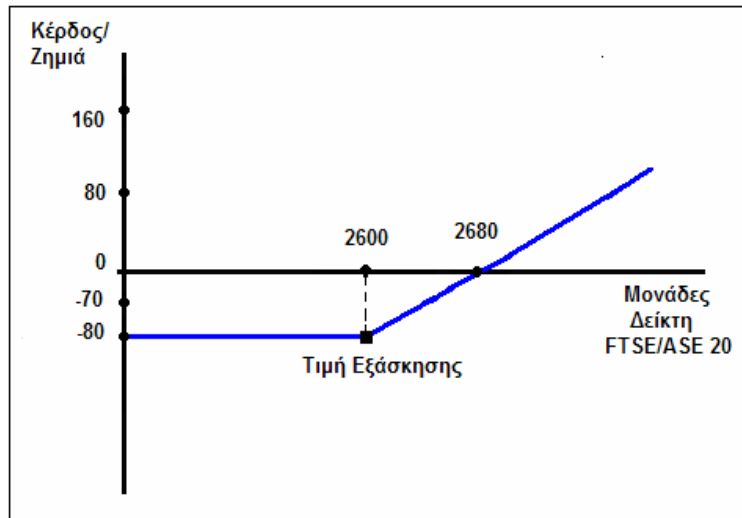
Αν ο δείκτης αυξηθεί, π.χ. φτάσει στις 2.900 μονάδες, ο αγοραστής θα κλείσει τη θέση του πουλώντας το Δικαίωμα του. Αν υποθέσουμε ότι το πουλάει 300 μονάδες τότε κερδίζει $300 - 80 = 220$ μονάδες, δηλ. το συνολικό του κέρδος είναι $220 \times 5 \text{ευρώ} = 1.100 \text{€}$

Σενάριο 2: Εξάσκηση Δικαιώματος (Exercising): Αν κρατήσει το δικαίωμα αγοράς μέχρι τη λήξη και αν υποθέσουμε ότι η τελική τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου είναι 2.750 μονάδες, ο επενδύτης θα έχει κέρδος : $[(2.750 - 2.600) - 80] \times 5 = 350 \text{€}$

Σενάριο 3: Εκπνοή Δικαιώματος (expiration): Στην περίπτωση που ο δείκτης κινηθεί πτωτικά, ο επενδυτής δεν θα πουλήσει το δικαίωμα, περιμένοντας αντιστροφή της πτώσης του δείκτη. Αν αυτή δεν συμβεί πριν την λήξη του Δικαιώματος, και στην ημερομηνία λήξης ο δείκτης βρεθεί κάτω από τις 2.600 μονάδες (τιμή εξάσκησης), τότε ο επενδυτής δεν θα εξασκήσει το Δικαίωμα (θα αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει) χάνοντας μόνο το αρχικό του κεφαλαίο, το οποίο είναι το τίμημα του δικαιώματος που πλήρωσε, δηλ. 80 ευρώ.

Η απώλεια του συνεπώς περιορίζεται στο τίμημα του Δικαιώματος που κατέβαλλε ανεξάρτητα από το μέγεθος της πτώσης του δείκτη. Παρακάτω παρουσιάζεται η διαγραμματική απεικόνιση του δικαιώματος αγοράς.

Μονάδες FTSE/ASE-20	Κέρδος /Ζημιά	Απόδοση
1000	-80	-100%
2000	-80	-100%
2600	-80	-100%
2680	0	0
2780	80	100%
2880	160	200%
2980	320	300%
3080	640	400%



ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2

ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΕΝΟΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (SHORT CALL, ΠΤΩΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ)

Ένας επενδυτής αναμένει ότι η τιμή του δείκτη FTSE/ASE-20 θα παραμείνει σταθερή ή θα μειωθεί ελάχιστα στο άμεσο μέλλον. Έτσι αποφασίζει να πουλήσει ένα Δικαίωμα Αγοράς στον δείκτη FTSE/ASE-20. Ο δείκτης έχει σημερινή τιμή 2.500 μον. και το δικαίωμα αγοράς έχει τιμή εξάσκησης (strike price) 2.600 μον.

Σε αντάλλαγμα για το δικαίωμα αγοράς στην τιμή εξάσκησης των 2.600 μον. και τη συνοδευόμενη υποχρέωση να πουλήσει το δείκτη, αν του ζητηθεί από τον κάτοχο του Δικαιώματος Αγοράς στην τιμή των 2.600 μον., λαμβάνει σήμερα το τίμημα του δικαιώματος (premium) των 50 μονάδων(δηλ. $50 \cdot 5 = 250 \text{€}$).

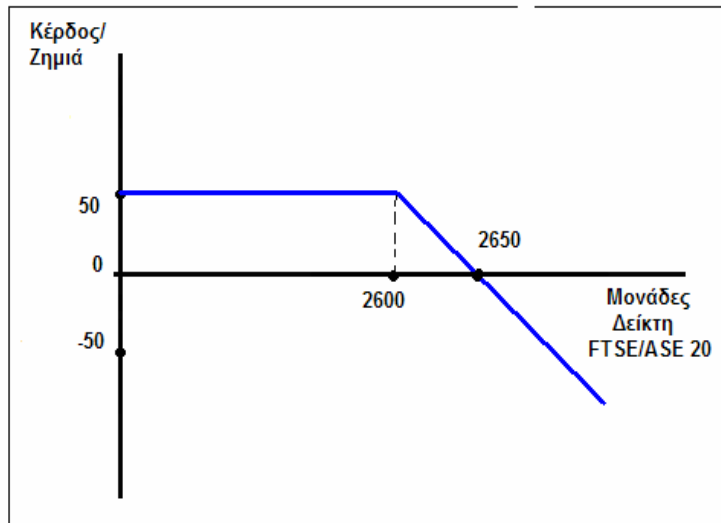
Σενάριο 1: Επιβεβαίωση Προσδοκιών Πωλητή

Αν ο δείκτης, σύμφωνα με τις προσδοκίες του πωλητή, στην ημερομηνία λήξης βρεθεί στις 2.500 μον. ή και κάτω από αυτή, ο κάτοχος/ αγοραστής του δικαιώματος θα αφήσει το δικαίωμα να εκπνεύσει, ενώ ο πωλητής θα καταχωρήσει τα 50€ δηλ. το τίμημα του δικαιώματος, ως κέρδος.

Σενάριο 2: Στην ημερομηνία λήξης οι προσδοκίες του πωλητή δεν επιβεβαιώνονται.

Στην περίπτωση που ο δείκτης στην ημερομηνία λήξης βρεθεί πάνω από τις 2.600 μον., π.χ. στις 2.800 μον., ο πωλητής θα χάσει 200€ (2.800-2.600) (strike price) 2.600 μον., αλλά η ζημία του αντισταθμίζεται μερικώς από το τίμημα του δικαιώματος που έχει ήδη εισπράξει. Η συνολική ζημία του είναι 150€[200-50(τίμημα δικαιώματος)]. Παρακάτω παρουσιάζεται η διαγραμματική απεικόνιση του δικαιώματος αγοράς.

Μονάδες FTSE/ASE-20	Κέρδος /Ζημιά (σε €)	Απόδοση
1000	50	100%
2000	50	100%
2600	50	100%
2650	0	0
2750	-50	-100%
2850	-100	-200%
2950	-150	-300%
3050	-200	-400%



2.4 Δικαιώματα Προαίρεσης στον Δείκτη FTSE/ASE Mid-40

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 είναι βασισμένος σε 40 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών μεσαίας κεφαλαιοποίησης και εμπορευσιμότητας, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κεφαλαιοποίηση των 40 εταιριών που συμμετέχουν στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ξεπερνά το 15% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Είναι σημαντικό να σημειωθεί η υψηλή διαφοροποίηση του δείκτη, στον οποίο αντιπροσωπεύονται περισσότεροι από 20 διαφορετικοί κλάδοι δραστηριότητας. Το γεγονός αυτό τον καθιστά ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικό της μεσαίας κεφαλαιοποίησης και πολύ χρήσιμο για την αντιστάθμιση κινδύνου σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο.

Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται τα χαρακτηριστικά των δικαιωμάτων προαίρεσης στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40.

Είδος Συμβολαίου	Τυποποιημένα Συμβόλαια Δικαιωμάτων τα οποία διακανονίζονται κατά την άσκησή τους μόνο χρηματικά.
Υποκείμενη Αξία	Ο Δείκτης FTSE/ATHEX Mid 40
Μέγεθος Συμβολαίου	5 ευρώ ανά μονάδα του Δείκτη (πολλαπλασιαστής).
Τιμή Διαπραγμάτευσης	Η τιμή αγοράς ή πώλησης του Δικαιώματος, η οποία εκφράζεται σε μονάδες Δείκτη.
Τίμημα Δικαιώματος	Η Τιμή Διαπραγμάτευσης στην οποία καταρτίζεται η συναλλαγή επί το Μέγεθος του Συμβολαίου.
Τρόπος Άσκησης Δικαιώματος	Ευρωπαϊκός.
Τελευταία Ημέρα Συναλλαγής	Η Ημέρα λήξης.
Ημέρα Καταβολής Τιμήματος Δικαιώματος	Η επομένη ημέρα συναλλαγών της ημέρας συναλλαγής
Εκκαθάριση	Η εκκαθάριση, με την άσκηση του Δικαιώματος, γίνεται με χρηματικό διακανονισμό.
Ημέρα Εκκαθάρισης	Η επομένη ημέρα συναλλαγών της Ημέρας Λήξης.
Άσκηση Δικαιώματος	Η άσκηση του Δικαιώματος γίνεται κατά την Ημέρα Λήξης αυτόματα από το Σύστημα στις περιπτώσεις Δικαιωμάτων με θετική τελική

καθαρή αξία (Δικαιώματα in-the-money) εφόσον ο αγοραστής του Δικαιώματος δεν έχει αρνηθεί με δήλωσή του την αυτόματη άσκηση. Όλα τα άλλα Δικαιώματα λήγουν χωρίς αξία κατά την Ημέρα Λήξης.

2.5. Διαφορές ανάμεσα στα Δικαιώματα Προαίρεσης στους Δείκτες και στις Μετοχές.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) στους Δείκτες λειτουργούν εξίσου το ίδιο με τα Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) στις μετοχές.

Στον παρακάτω πίνακα αναλύονται οι διαφορές και ομοιότητες των Δικαιωμάτων Προαίρεσης (Options) στο Δείκτη και στις Μετοχές.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) σε:

ΔΕΙΚΤΕΣ	ΜΕΤΟΧΕΣ
Έχουν ημερομηνία λήξης (expiration).	Έχουν ημερομηνία λήξης (expiration).
Έχουν τιμή εξάσκησης (strike or exercise price).	Έχουν τιμή εξάσκησης (strike or exercise price).
Η τιμή του αντίτιμου (premium) πολλαπλασιάζεται ανάλογα με το Δείκτη (υποκείμενο εργαλείο) που αναφέρονται.	Η τιμή του αντίτιμου (premium) πολλαπλασιάζεται με τα 100 τεμάχια της μετοχής (υποκείμενο εργαλείο) που αντιστοιχούν σε κάθε παράγωγο συμβόλαιο.

■ Για το FTSE 20 ο

πολλαπλασιαστής είναι τα 5
ευρώ.

■ Για το FTSE 40 ο

πολλαπλασιαστής είναι τα 10€

2.6. Συμβόλαιο Δικαιωμάτων Προαίρεσης στη Συναλλαγματική Ισοτιμία Ευρώ/ Δολλαρίου

Στην παγκόσμια οικονομία σήμερα όλο και περισσότερες μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις ανταλλάσσουν προϊόντα και αξίες σε ξένα νομίσματα. Η συνεχής διακύμανση όμως στις συναλλαγματικές ισοτιμίες δυσχεραίνει τις επιμέρους συναλλαγές. Έτσι σήμερα περισσότερο παρά ποτέ, παρουσιάζεται η ανάγκη αντιστάθμισης κινδύνου μέσω παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων όπως είναι τα Σ.Μ.Ε.(Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης)-στα οποία θα αναφερθούμε στο επόμενο κεφάλαιο-και τα Δικαιώματα σε συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Τα συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης στην συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ / δολαρίου είναι Ευρωπαϊκού τύπου και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν εταιρείες αλλά και ιδιώτες που συναλλάσσονται σε ξένο νόμισμα. Αποτελούν επίσης ένα εναλλακτικό επενδυτικό προϊόν για λήψη θέσης στην αγορά συναλλάγματος που προσφέρει αλλά και υψηλές δυνητικά αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο του ιδιώτη, αλλά και του θεσμικού επενδυτή.

Ο αγοραστής ενός Συμβολαίου Δικαιωμάτων Προαίρεσης στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ /δολαρίου έχει το δικαίωμα (και όχι την υποχρέωση) να αγοράσει (στην περίπτωση του δικαιώματος αγοράς) ή να πουλήσει (στην περίπτωση του δικαιώματος πώλησης) ένα ποσό συναλλάγματος για ένα άλλο σε προκαθορισμένη τιμή (τιμή άσκησης) στη λήξη του Συμβολαίου.

2.7. Δικαιώματα Προαίρεσης επί Επιτοκίων

Ένα Δικαίωμα Προαίρεσης επί Επιτοκίων (Interest Rate Option) δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει να αγοράσει ή να κλειδώσει ένα επιτόκιο. Ουσιαστικά του δίνει την δυνατότητα να μετατρέψει ένα κυμαινόμενο επιτόκιο σε σταθερό. Το δικαίωμα ασκείται εφόσον η εξέλιξη στα επιτόκια δεν είναι ευνοϊκή για τη θέση του. Δηλαδή το δικαίωμα επί επιτοκίων δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα να επιλέξει ανάμεσα στο επιτόκιο του δικαιώματος και στο τρέχον επιτόκιο στην αγορά.

Η τιμή εξάσκησης ενός δικαιώματος επί επιτοκίων αναφέρεται σε συγκεκριμένο ύψος επιτοκίου. Για την εκκαθάριση ενός δικαιώματος η τιμή εξάσκησης συγκρίνεται με ένα επιτόκιο αναφοράς (υποκείμενο επιτόκιο) που διαμορφώνεται σε μια οργανωμένη αγορά επιτοκίων (υποκείμενη αγορά) όπως για παράδειγμα το Euribor (Επιτόκιο Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας) ή το Libor (Ελβετικό Επιτόκιο).

Τέλος για την απόκτηση του Δικαιώματος ο κάτοχος καταβάλλει μια τιμή (premium) που εκφράζεται σε μονάδες βάσης του επιτοκίου.

2.8. Δικαιώματα Προαίρεσης επί τίτλων του Δημοσίου.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης επί τίτλων του Δημοσίου είναι ιδιαίτερα διαδεδομένα σε όλες τις αναπτυγμένες αγορές παραγώγων. Και δεν θα μπορούσε να μην συμβαίνει αυτό , αφού στις αγορές των χρεογράφων του Δημοσίου διακινούνται πολύ μεγάλου μεγέθους κεφάλαια , τα οποία είναι εκτεθειμένα στους σύγχρονους χρηματοοικονομικούς κινδύνους και ιδιαίτερα στον κίνδυνο του επιτοκίου, κυρίως αυτά που επενδύονται σε τίτλους σταθερής απόδοσης. Η δημιουργία και εφαρμογή των δικαιωμάτων επί τίτλων διευκολύνονται από την κατά κανόνα καλή οργάνωση των αγορών που αυτά διαπραγματεύονται. Υφίστανται δηλαδή ανεπτυγμένες υποκείμενες αγορές που, όπως σε όλα τα παράγωγα, αποτελούν βασικό κριτήριο για την ανάπτυξη και των παραγώγων επί χρεογράφων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ (FUTURES)

3.1. Εισαγωγικά Στοιχεία

Τα ΣΜΕ είναι Συμβόλαια σύμφωνα με τα οποία οι αντισυμβαλλόμενοι (ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πουλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου), σε προκαθορισμένη τιμή και τα οποία συναλλάσσονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης.

3.1.1. Ποιοι επενδύουν στα ΣΜΕ

Σχεδόν κάθε επενδυτής, είτε ιδιώτης είτε θεσμικός, μπορεί να εκμεταλλευθεί τις ευκαιρίες που προσφέρονται στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Ανάλογα με τις προσδοκίες του για τις τάσεις της αγοράς και τη στάση του απέναντι στον κίνδυνο, ένας επενδυτής θα λειτουργήσει στην αγορά για λόγους αντιστάθμισης του κινδύνου ή ως συναλλασσόμενος (trader). Τα δικαιώματα και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης προσφέρουν μια μεγάλη σειρά ευκαιριών, τις οποίες απλώς θα αναφέρουμε:

i. Θεσμικοί επενδυτές

Οι θεσμικοί επενδυτές, όπως οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων ή οι ασφαλιστικές εταιρείες, χρησιμοποιούν τα συμβολαίων

μελλοντικής εκπλήρωσης για να επιτύχουν απόδοση. Για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων θεσμικών επενδυτών, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι το τέλειο μέσο για ευέλικτη διαχείριση κινδύνου. Τα ΣΜΕ μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να μειώσουν τον κίνδυνο σχετικά με τις τιμές και τα επιτόκια ή, αντίθετα, για να αυξήσουν την έκθεση στον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους, προκειμένου να εκμεταλλευθούν ευκαιρίες για κέρδη, σύμφωνα με τις προσδοκίες τους για την αγορά, χωρίς να απαιτούνται σημαντικές αλλαγές στο χαρτοφυλάκιό τους.

ii. Τράπεζες

Οι τράπεζες συχνά εμφανίζονται ως «παίκτες» στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, άλλοτε εκτελώντας εντολές για λογαριασμό των πελατών τους και άλλοτε λειτουργώντας ως θεσμικοί επενδυτές, για δικό τους λογαριασμό. Επίσης ενεργούν ως ειδικοί διαπραγματευτές της αγοράς (market makers). Οι ειδικοί διαπραγματευτές της αγοράς είναι συναλλασσόμενοι (dealers), οι οποίοι αναλαμβάνουν να θέτουν δεσμευτικές τιμές για τα δικαιώματα αγοράς και πώλησης σε συνεχή χρόνο. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές μπορούν ανά πάσα στιγμή να πάρουν θέση στην αγορά ή να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

3.1.2.Χρήσεις Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Οι διάφοροι συμμετέχοντες στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης βασικά λειτουργούν με ένα από τα παρακάτω κίνητρα:

i. **Αντιστάθμιση κινδύνου (hedging)**

Οι αντισταθμιστές κινδύνου χρησιμοποιούν την αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των θέσεών τους στην κεφαλαιαγορά, π.χ. χαρτοφυλάκια μετοχών, έναντι πιθανής πτώσης τιμών.

Ένας επενδυτής μπορεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου, για παράδειγμα αν σκοπεύει να αγοράσει ένα σπίτι μερικούς μήνες πριν πραγματοποιήσει τα κέρδη του σε μετοχές. Αυτό τον προστατεύει από απώλειες σε περίπτωση που οι τιμές των μετοχών τυχαίνει να βρίσκονται χαμηλά τη χρονική στιγμή που χρειάζεται να πουλήσει ή να αποκτήσει μετοχές. Μια τέτοια στρατηγική αντιστάθμισης κινδύνου που βασίζεται σε θέσεις πώλησης με Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης μπορεί να λάβει υπόψη της και φορολογικές προεκτάσεις.

ii. **Εξισορροπητική Κερδοσκοπία (Arbitrage)**

Οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι επιδιώκουν να κερδίσουν από τις διαφορές στις τιμές, οι οποίες έχουν τεθεί για το ίδιο αγαθό σε διαφορετικές αγορές. Οι διαφορές των τιμών στην τρέχουσα αγορά και στην προθεσμιακή αγορά πρέπει να βρίσκονται μεταξύ συγκεκριμένων ορίων. Δηλαδή πρέπει σε γενικές γραμμές να ισούνται από αγορά σε αγορά. Αν οι τιμές αποκλίνουν πολύ μεταξύ τους, τότε οι

εξισορροπητικοί κερδοσκόποι παίρνουν θέση στην αγορά για να κερδίσουν από αυτή την απόκλιση των τιμών. Επίσης οι συναλλαγές αυτές βοηθούν ώστε να επέλθει ισορροπία μεταξύ των δύο αγορών. Η καθαρή εξισορροπητική κερδοσκοπία (pure arbitrage) απαιτεί γρήγορες κινήσεις και κατά συνέπεια μπορεί να επιτευχθεί μόνο από συναλλασσόμενους που έχουν άμεση πρόσβαση στο σύστημα συναλλαγών. Παρ' όλα αυτά, οι μετέχοντες στην αγορά, σε γενικές γραμμές, στοχεύουν στο να επιλέγουν τις πιο ευνοϊκές ευκαιρίες, μεταξύ λίγο ή πολύ παρόμοιων επιλογών, συνεισφέροντας έτσι στη δημιουργία δίκαιης τιμολόγησης.

iii. Συναλλασσόμενοι (Traders)

Οι συναλλασσόμενοι λαμβάνουν θέσεις στην αγορά συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης με σκοπό να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους στις προσδοκίες τους για την αγορά. Πολλές στρατηγικές, όπως το να κερδίζει κανείς σε καθοδική αγορά (bear market) όπου οι τιμές πέφτουν, μπορούν να επιτευχθούν με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. Οι συναλλασσόμενοι έχουν συναίσθηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν, καθώς επιδιώκουν να εκμεταλλευθούν τις ευκαιρίες για κέρδος, και έτσι δημιουργούν την αναγκαία ρευστότητα στην αγορά, η οποία απαιτείται από αυτούς που θέλουν να κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου, προκειμένου να προστατευθούν.

3.1.3. Πλεονεκτήματα χρήσης ΣΜΕ

Τα ΣΜΕ επί μετοχών δημιουργήθηκαν για να καλύψουν ένα μεγάλο εύρος αναγκών των επενδυτών, τόσο για τη μείωση του κινδύνου

σε μετοχικά χαρτοφυλάκια, όσο και για τη δημιουργία στρατηγικών με μικρό κόστος συναλλαγών.

Με τα ΣΜΕ επί μετοχών ένας επενδυτής αποκτά τη δυνατότητα:

- Να μειώσει τον κίνδυνο που προέρχεται από τις κινήσεις της τιμής μιας μετοχής.
- Να διαφοροποιήσει το χαρτοφυλάκιο του με χαμηλό κόστος μέσω της φυσικής παράδοσης ή παραλαβής μετοχών στην λήξη.
- Να αναπαράγει τα οφέλη από την κατοχή της μετοχής δεσμεύοντας ωστόσο μικρότερα κεφάλαια ή υπάρχουσες μετοχές του ως ενέχυρο
- Να δημιουργήσει συνδυαστικές θέσεις μεταξύ δυο μετοχών ή μετοχών και δεικτών.
- Να πραγματοποιήσει εξισορροπητική κερδοσκοπία μεταξύ των αγορών.
- Να αλλάξει το βάρος μιας μετοχής στο χαρτοφυλάκιο του με μικρό κόστος συναλλαγών.

Επίσης :

- Μπορεί να εκμεταλλευτεί όλες τις τάσεις της αγοράς. Η συμμετοχή στην καθοδική τάση της αγοράς με λήψη θέσης πώλησης σε ΣΜΕ είναι εξίσου απλή και εύκολη με την λήψη θέσης σε άνοδο της αγοράς μέσω αγοράς ΣΜΕ.
- Μπορεί να εξασφαλίσει ρευστότητα λόγω της ύπαρξης του θεσμού των Ειδικών Διαπραγματευτών Τύπου Β(Market Makers).
- Μπορεί να κάνει άμεση ρευστοποίηση θέσεων και λήψη κερδών (ή ζημιών) πριν την λήξη του συμβολαίου.
- Έχει εγγύηση εκπλήρωσης από την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

- Μπορεί να κάνει καθημερινή αποτίμηση του κέρδους ή της ζημίας
- Έχει δυνατότητα αντιστάθμισης για προστασία των επενδύσεων από τον κίνδυνο πιθανής πτώσης της μετοχής κα «κλείδωμα» τυχόν κερδών, χωρίς ανάγκη ρευστοποίησης του χαρτοφυλακίου.
- Έχει δυνατότητα για αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου χωρίς ρευστοποίηση , μέσω της φυσικής παράδοσης στην λήξη.
- Έχει δυνατότητα δημιουργίας συνδυαστικών θέσεων σε μετοχές.

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης γενικά είναι «χρηματοοικονομικά εργαλεία» που χρησιμοποιούνται από τους συναλλασσόμενους για να προστατεύσουν τις επενδύσεις από τους επενδυτικούς κινδύνους για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο ή για να μετατρέψουν τις προσδοκίες τους για τις τάσεις της αγοράς σε κερδοσκοπικές βραχυχρόνιες στρατηγικές.

3.1.4. Μειονεκτήματα χρήσης ΣΜΕ

- Απαιτούν την καταβολή αρχικού κεφαλαίου ως περιθώριο ασφάλισης.
- Συνεχής παρακολούθηση ημερησίου διακανονισμού ώστε οι επενδυτές να φροντίσουν να κλείσουν την θέση τους έγκαιρα.

3.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Μετοχές

3.2.1.Γενικά

Τα ΣΜΕ επί μετοχών ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται στην αγορά παραγώγων στις 19 Νοεμβρίου 2001. Πρόκειται για Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης που ως υποκείμενη αξία έχουν συγκεκριμένες μετοχές. Οι μετοχές αυτές επιλέχθηκαν βάσει κριτηρίων τα οποία έχουν να κάνουν με την ιστορική συμπεριφορά των τίτλων όσον αφορά την μεταβλητότητα, τον ημερήσιο τζίρο, το εύρος διακύμανσης της τιμής και το ποσοστό ευρείας διαφοράς. Οι υποκείμενοι τίτλοι έχουν υψηλή κεφαλαιοποίηση και είναι οι εξής:

1. Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΤΕ)
2. Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών της Ελλάδος Α.Ε. (ΟΤΕ)
3. Alpha Bank Α.Ε. (ΑΛΦΑ)
4. ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. (ΙΝΤΚΑ)
5. ΟΠΑΠ Α.Ε. (ΟΠΑΠ)
6. ΔΕΗ Α.Ε. (ΔΕΗ)
7. Τράπεζα ΕFG Eurobank Ergasias Α.Ε. (ΕΥΡΩΒ)
8. Cosmote Κινητές Τηλεπικοινωνίες Α.Ε. (COSMOTE)
9. Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. (Ε.Χ.Α.Ε.)
10. Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε. (ΠΕΙΡ)
11. Coca Cola Ε.Ε.Ε. Α.Ε. (ΕΕΕΚ)
12. Τράπεζα Κύπρου Λ.Τ.Δ. (ΚΥΠΡ)

Τα ΣΜΕ επί μετοχών έχουν σημειώσει σημαντική πρόοδο από τα τέλη του 2001, οπότε ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται για πρώτη φορά. Τόσο ο όγκος συναλλαγών όσο και ο αριθμός ανοικτών θέσεων έχουν αυξηθεί σημαντικά από τα τέλη του 2004 μέχρι σήμερα.

3.2.2.Ορισμός και Γενικά Στοιχεία

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί μιας μετοχής είναι μία δεσμευτική συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή για την παράδοση συγκεκριμένης ποσότητας της υποκείμενης μετοχής (100 μετοχές) σε μία συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία (την 3η Παρασκευή του μήνα λήξης), στην τιμή που καθορίστηκε κατά τον χρόνο της σύμβασης. Ουσιαστικά, τα ΣΜΕ επί μετοχών δίνουν τη δυνατότητα για πράξεις επί μετοχών σήμερα, με μετάθεση της παράδοσης ή παραλαβής των μετοχών, αλλά και του αντίστοιχου ποσού την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου.

Πιο συγκεκριμένα:

- Ο επενδυτής που αγοράζει ένα ΣΜΕ Δεκεμβρίου στη μετοχή ΑΒΓ, αν κρατήσει τη θέση του μέχρι τη λήξη, αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραλάβει 100 μετοχές ΑΒΓ την 3η Παρασκευή του Δεκεμβρίου (ημέρα λήξης του συμβολαίου), καταβάλλοντας ταυτόχρονα το αντίστοιχο χρηματικό ποσό.
- Ο επενδυτής που πουλά ένα ΣΜΕ Δεκεμβρίου στη μετοχή ΑΒΓ, αν κρατήσει τη θέση του μέχρι τη λήξη, αναλαμβάνει την υποχρέωση να παραδώσει 100 μετοχές ΑΒΓ την ημέρα λήξης του συμβολαίου, για τις οποίες θα εισπράξει το αντίστοιχο χρηματικό ποσό.

Και στις 2 περιπτώσεις, η παραλαβή ή παράδοση μετοχών θα γίνει στην τιμή που θα έχει η μετοχή στο κλείσιμο της 3ης Παρασκευής του Δεκεμβρίου.

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

κίνηση της τιμής του ΣΜΕ σε σχέση με την προηγούμενη ημέρα. Αγοραστές και πωλητές μπορούν να κλείσουν τη θέση τους **οποιαδήποτε** στιγμή πριν από τη λήξη του συμβολαίου, κάνοντας την αντίστροφη κίνηση (πώληση ή αγορά, αντίστοιχα, ισάριθμων ΣΜΕ επί της ίδιας μετοχής, του ίδιου μήνα λήξης).

Η φυσική παράδοση/ παραλαβή των υποκείμενων μετοχών πραγματοποιείται μόνο αν οι επενδυτές επιλέξουν να διατηρήσουν ανοικτή θέση μέχρι και την ημέρα λήξης. Τα ΣΜΕ επί μετοχών διαπραγματεύονται σε ευρώ ανά μετοχή, σε τιμή που βρίσκεται κοντά στην τιμή της υποκείμενης μετοχής. Όπως και στις μετοχές, υπάρχει τιμή αγοράς και τιμή πώλησης του ΣΜΕ. Η αξία του ΣΜΕ προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό της τιμής ανά μετοχή με το μέγεθος του συμβολαίου, που είναι 100 μετοχές.

Ο επενδυτής στο ΣΜΕ -είτε ως αγοραστής, είτε ως πωλητής- δεν καταβάλλει ή εισπράττει την αξία του ΣΜΕ κατά την πράξη αγοράς ή πώλησης του ΣΜΕ, αντίστοιχα. Και στις δύο περιπτώσεις, υποχρεούται μόνο να παρέχει ενέχυρο (περιθώριο ασφάλισης) της τάξης του 16-24% της αξίας της θέσης του. Το **περιθώριο ασφάλισης** δεν αντιπροσωπεύει προκαταβολή της αξίας, αλλά ασφάλεια υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν μπορέσει να πληρώσει τυχόν ζημία στο μέλλον. Συνεπώς, το περιθώριο ασφάλισης αποδεσμεύεται όταν ο επενδυτής κλείσει την ανοικτή θέση.

3.2.3. Πλεονεκτήματα Χρήσης Σ.Μ.Ε. επί Μετοχών

- **Αντιστάθμιση κινδύνου.** Πουλώντας Σ.Μ.Ε. επί μιας μετοχής, ο επενδυτής εξουδετερώνει τις επιπτώσεις από πιθανή πτωτική κίνηση

της τιμής της μετοχής χάρη στα αντίθετα αποτελέσματα που αποδίδει η θέση σε Σ.Μ.Ε.

- **«Κλείδωμα» την τιμή αγοράς** μιας μετοχής στο μέλλον (long hedge), αν ο επενδυτής δεν έχει σήμερα το απαιτούμενο κεφάλαιο για να αγοράσει τη μετοχή, αλλά αναμένει κεφάλαιο στο μέλλον (π.χ. από μερίσματα).
- **Διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου** (stock re-allocation) με χαμηλό κόστος μέσω της φυσικής παράδοσης ή παραλαβής μετοχών στη λήξη.
- **Αναπαραγωγή των οφελών από την κατοχή της μετοχής** (portfolio substitution), δεσμεύοντας ωστόσο μικρότερα κεφάλαια (**μόχλευση**) ή υπάρχουσες μετοχές ως ενέχυρο. Τα Σ.Μ.Ε. επί μετοχών είναι ένα αποτελεσματικός τρόπος για να εκμεταλλευτούμε προβλέψεις για την κίνηση των τιμών των μετοχών χωρίς να επενδύσουμε μεγάλο κεφάλαιο, π.χ. αν κάποιος προβλέπει άνοδο της τιμής της μετοχής A, μπορεί να αγοράσει Σ.Μ.Ε. στη μετοχή με μόλις 1/5 της αξίας της θέσης του. Στην περίπτωση που προβλέπεται πτώση της τιμής, τα Σ.Μ.Ε. επί μετοχών αποτελούν τον ευκολότερο και πιο αποτελεσματικό τρόπο για να επενδύσει κανείς σε μία τέτοια πρόβλεψη. Η δυνατότητα χρήσης μετοχών για ενέχυρο δίνει ακόμα μεγαλύτερη δυνατότητα σε επενδυτές να κάνουν καλύτερη χρήση του κεφαλαίου αλλά και του χαρτοφυλακίου τους.
- **Δημιουργία συνδυαστικών θέσεων** μεταξύ δύο μετοχών ή μετοχών και δεικτών. Μία δημοφιλής χρήση των Σ.Μ.Ε. επί μετοχών είναι η δημιουργία συνδυαστικών θέσεων με ταυτόχρονη αγορά ενός Σ.Μ.Ε. και πώληση ενός άλλου Σ.Μ.Ε., όπου ενδιαφέρον για τον επενδυτή δεν έχει το μέγεθος της μεταβολής της τιμής του κάθε Σ.Μ.Ε., αλλά η σχετική μεταβολή των τιμών των δύο μετοχών.

- *Πραγματοποίηση εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage) μεταξύ των αγορών.*
- *Αλλαγή του βάρους συγκεκριμένης μετοχής σε ένα χαρτοφυλάκιο με μικρό κόστος συναλλαγών.*

3.2.4. Θέση Επενδυτή

Ο όρος «θέση» (position) περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τις οποίες ο αντισυμβαλλόμενος αναλαμβάνει με μια συγκεκριμένη συναλλαγή (αγορά / πώληση). Στα Σ.Μ.Ε. ο επενδυτής μπορεί να λάβει τις παρακάτω δύο θέσεις:

ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ (LONG POSITION)

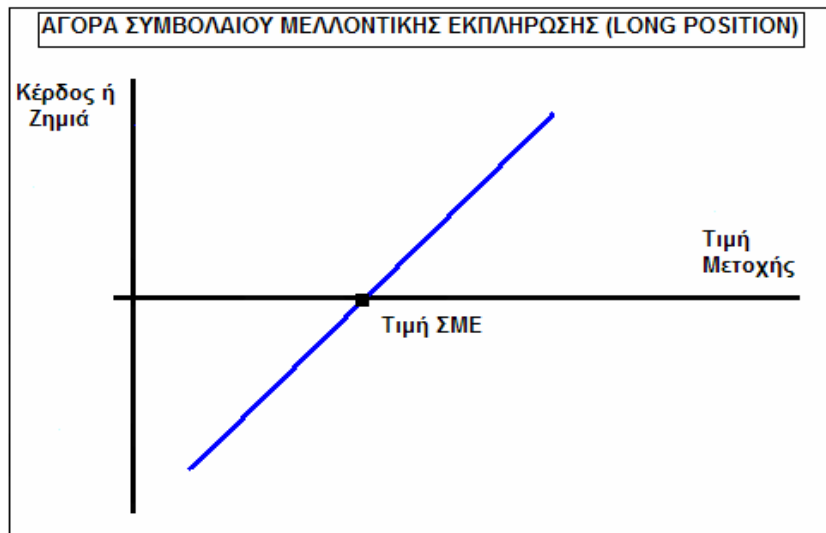
Λέμε ότι ένας επενδυτής έχει λάβει **long position** σε μια μετοχή όταν έχει λάβει μια θέση που αποφέρει κέρδος με την αύξηση της τιμής της μετοχής και ζημία με τη μείωσή της. Μια θέση αγοράς είναι σε γενικές γραμμές μία αγορά η οποία δεν έχει ακόμη κλείσει (ισοσταθμιστεί από μια αντίστροφη συναλλαγή).

Κάθε ημέρα αν η τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ έχει ανέβει σε σύγκριση με την προηγούμενη, ο αγοραστής εισπράττει τη διαφορά (κέρδος) από τον πωλητή. Αντίθετα αν η τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ έχει μειωθεί, ο αγοραστής πληρώνει τη διαφορά (ζημία) στον πωλητή.

Λόγοι λήψης θέσης αγοράς:

- Ανοδικές προσδοκίες για την αγορά.
- Αντιστάθμιση κινδύνου τιμής στην προοπτική μιας μελλοντικής αγοράς στην μετοχή.

➡ Αντιστάθμιση κινδύνου μιας θέσης πώλησης.



Διάγραμμα 3

Παράδειγμα long position

25/06/2007:Ο επενδυτής έχει αισιόδοξη βλέψη για την μετοχή της Εθνικής Τράπεζας. Οι κινήσεις που κάνει για να εκμεταλλευτεί αυτή την αισιόδοξη βλέψη του είναι κατά σειρά οι παρακάτω:

1)Ανοίγει μια long θέση, δηλαδή αγοράζει 5 Σ.Μ.Ε. επί της μετοχής της Εθνικής Τράπεζας στην τιμή 20,44€

2)Στον λογαριασμό του δεσμεύεται από την ΕΤΕΣΕΠ το ποσό των 2,044€(5 συμβόλαια * 20,44 * 100 μετοχές * 20%).

3) Οι προμήθειες ήταν για κάθε συμβόλαιο € $1,2+0,3%*(αξία\ συμβολαίου)$ δηλαδή $1,2+0,3%*20,44=7,332€$ για κάθε συμβόλαιο χωριστά, άρα και για τα 5 έχουμε: $5*7,332€=36,66€$ προμήθειες.

4) Την ίδια μέρα (25/06/2007) , η τιμή κλεισίματος του συμβολαίου της Εθνικής είναι €21, αφήνοντας τον με κέρδη €205,20€ Πιστεύοντας ότι η άνοδος θα συνεχιστεί κρατάει ανοιχτά τα συμβόλαια του.

5) Την επόμενη μέρα (26 Ιουνίου), με τιμή κλεισίματος του συμβολαίου στα 20,5€ η θέση του έχει ζημιές 44.80€ Το γεγονός αυτό δεν τον ανησυχεί αφού η ανάλυση του εξακολουθεί να συνηγορεί υπέρ της ανόδου και κατά συνέπεια διατηρεί τα συμβόλαια ανοιχτά.

6) Ο επενδυτής κλείνει την θέση του 3 μέρες μετά στα 21,44€ με κέρδη 425,20€ ή 20.4% επί του επενδυμένου κεφαλαίου του (συμπεριλαμβανομένων των προμηθειών κατά το άνοιγμα της θέσης).

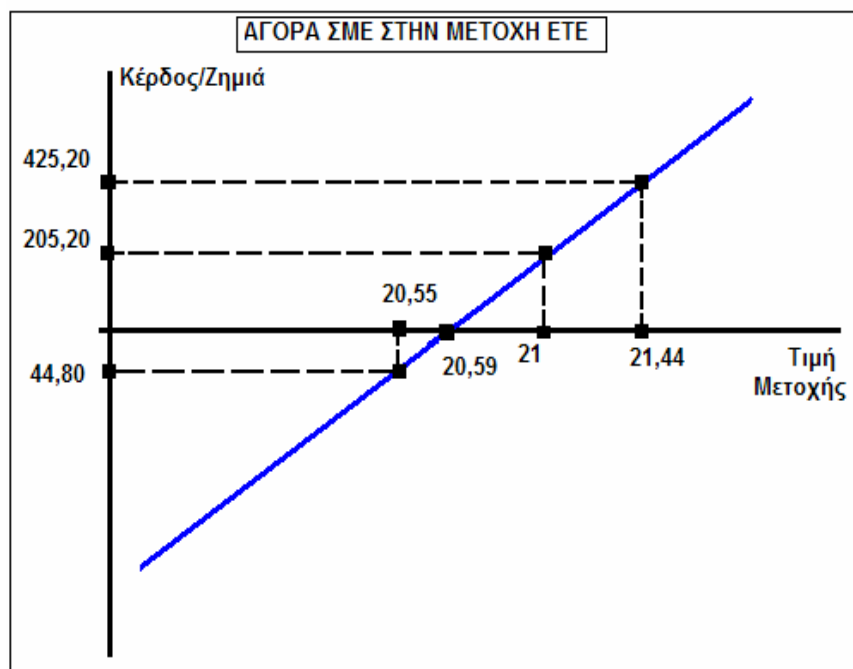
7) Οι προμήθειες σύμφωνα με την τελική τιμή πώλησης είναι : $(1,2+0,3%*21,44)*5= 38,16 €$ Επειδή η προμήθεια υπολογίζεται με αυτόν τον τρόπο (ποσοστό επί της αξίας), ποτέ δεν μπορεί να ξέρει από την αρχή ακριβώς το ποσό που θα χρειαστεί να πληρώσει αλλά μπορεί να υπολογίσει το break even είτε θέτοντας μία τιμή στόχο ή απλά διπλασιάζοντας την προμήθεια του ανοίγματος (άλλωστε οι διαφορές είναι αρκετά μικρές στο 0,3%).

8) Το νεκρό σημείο (break-even) του ήταν στα 20.59€ ($74.82€$ προμήθειες / $(5\ συμβόλαια * 100\ μετοχές) = €0.15$ έπρεπε να αυξηθεί η τιμή του συμβολαίου ώστε η θέση να αρχίσει να έχει κέρδη, δηλαδή $20,44+0,15=20,59€$). Στο νεκρό σημείο η θέση του δεν έχει ούτε κέρδη, ούτε ζημιές. Η θέση του ξεκινάει με ζημιές 74.82€ όσες είναι οι συνολικές του προμήθειες.

Στον πίνακα 1 και στο διάγραμμα 4 που παρατίθενται παρακάτω παριστάνεται η απόδοση του επενδυτή σε συνάρτηση με την πορεία της τιμής της μετοχής.

Ημερομηνία	Τιμή Μετοχής	Κέρδος /Ζημιά
25/06/2007	21	205,20
26/06/2007	20,5	-44,80
30/06/2007	21,44	425,20

Πίνακας 1



Διάγραμμα 4

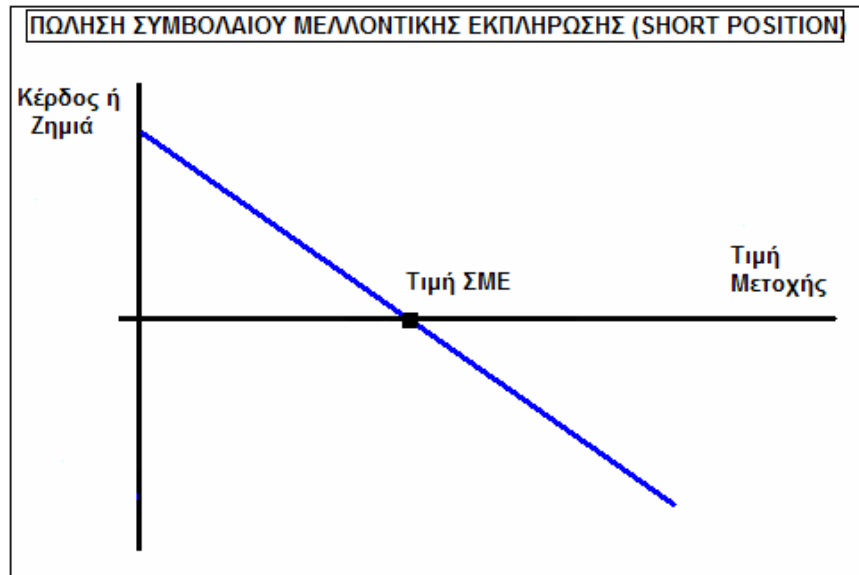
ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ (SHORT POSITION)

Λέμε ότι ένας επενδυτής έχει λάβει short position σε ένα χρηματοοικονομικό τίτλο (π.χ. χρηματοοικονομική αξία ή παράγωγο προϊόν), όταν έχει λάβει μια θέση που αποφέρει ζημία με την αύξηση της τιμής του τίτλου και κέρδος με τη μείωσή του. Αντιθέτως με την θέση αγοράς, μία θέση πώλησης (short position), είναι μία πώληση που δεν έχει ακόμη κλείσει.

Κάθε ημέρα αν η τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ έχει μειωθεί σε σύγκριση με την προηγούμενη, ο πωλητής εισπράττει τη διαφορά (κέρδος) από τον αγοραστή. Αντίθετα αν η τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ έχει ανέβει, ο πωλητής πληρώνει τη διαφορά (ζημία) στον αγοραστή.

Λόγοι λήψης θέσης πώλησης:

- ➡ Πτωτικές προσδοκίες για την αγορά.
- ➡ Αντιστάθμιση κινδύνου θέσης αγοράς.
- ➡ Αντιστάθμιση κινδύνου τιμής με την προοπτική μελλοντικής πώλησης.



Διάγραμμα 5

Παράδειγμα short position

24 Σεπτεμβρίου 2007: Ο επενδυτής έχει απαισιόδοξη βλέψη για την πορεία της μετοχής της Alpha Bank. Οι κινήσεις που κάνει για να εκμεταλλευτεί αυτή την απαισιόδοξη βλέψη του είναι κατά σειρά οι παρακάτω:

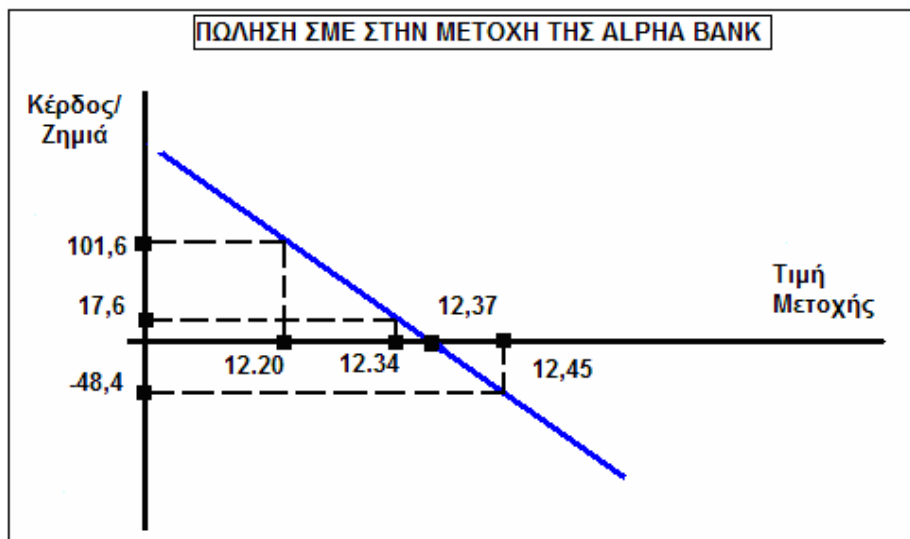
- 1) Πουλάει 6 ΣΜΕ επί της μετοχής της Alpha Bank στην τιμή των 12.45€έκαστο.
- 2) Το ποσό που χρειάστηκε να δεσμευθεί από τον λογαριασμό του στην ΕΤΕΣΕΠ ήταν 1,774.13€ (6 συμβόλαια * 12.45 * 100 μετοχές * 23.75%).
- 3) Οι προμήθειες ήταν για κάθε συμβόλαιο € 0,3+0,3%*(αξία συμβολαίου) δηλαδή 0,3 + 0,3%*12,45 = 4,035, άρα συνολικά και για τα 6 συμβόλαια έχουμε: 6*4,035=24,21€

- 4) Την ίδια μέρα (24/09/2007), η τιμή κλεισίματος του συμβολαίου της Alpha Bank είναι 12.34€δίνοντας στον επενδυτή μικρά κέρδη. Η θέση του βρίσκεται στην σωστή πορεία οπότε κρατάει ανοιχτά τα συμβόλαια του.
- 5) Την επόμενη μέρα (25/09/07) με τιμή κλεισίματος του συμβολαίου ακόμη χαμηλότερα στο 12.2€η θέση του έχει κέρδη 101€.
- 6) Μια απροσδόκητη αντιστροφή ξαναφέρνει στις 26/09/07 την τιμή στο 12.45 όπου και αγόρασε τα συμβόλαια. Μην θέλοντας να συμμετέχει στην νευρική αυτή αγορά αποφασίζει να κλείσει τα συμβόλαια με ζημιά € 48.40 (δηλαδή τις προμήθειές του). Η θέση είχε αρνητική απόδοση -2.7% επί του επενδυμένου κεφαλαίου.
- 7) Το νεκρό σημείο (break-even) της θέσης του επενδυτή ήταν στα € 12.37 ($\text{€}48.42 \text{ προμήθειες} / (6 \text{ συμβόλαια} * 100 \text{ μετοχές}) = \text{€}0.08$ έπρεπε να μειωθεί η τιμή του συμβολαίου πριν αρχίσει να έχει κέρδη η θέση του ($12.45 - 0.08 = 12.37$). Στο διάγραμμα της θέσης βλέπουμε το break even στο 12.37 και απώλειες στις υψηλότερες από αυτό τιμές (π.χ. στο 12.7 έχουμε ζημιά €197). Όταν η τιμή του SF-ALPHA πέσει κάτω από το 12.37 η θέση έχει κέρδη. Για παράδειγμα, στην περίπτωση που η τιμή του Σ.Μ.Ε. είχε μειωθεί κατά €0.20 (ως το 12.20) η θέση θα είχε κέρδη €101.

Στον πίνακα 2 και στο διάγραμμα 6 που παρατίθενται παρακάτω παριστάνεται η απόδοση του επενδυτή σε συνάρτηση με την πορεία της τιμής της μετοχής.

Ημερομηνία	Τιμή Μετοχής	Κέρδος /Ζημιά
24/09/2007	12,34	17,60
25/09/2007	12,20	101,60
26/09/2007	12,45	-48,40

Πίνακας 2



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

- ü Αγοραστές και πωλητές μπορούν να κλείσουν την θέση τους οποιαδήποτε στιγμή πριν την λήξη του συμβολαίου, πουλώντας η αγοράζοντας αντίστοιχα, ισάριθμα ΣΜΕ επί της ίδιας μετοχής, του ίδιου μήνα λήξης.
- ü Η φυσική παράδοση/ παραλαβή των υποκείμενων μετοχών πραγματοποιείται μόνο αν οι επενδύτες επιλέξουν να διατηρήσουν ανοικτή θέση μέχρι και την ημέρα λήξης.
- ü Μερικές φορές η ημερομηνία παράδοσης δεν είναι απόλυτα προκαθορισμένη, για παράδειγμα μπορεί να καθορίζεται μόνο ο μήνας παράδοσης ενώ η ακριβής ημερομηνία παράδοσης καθορίζεται από το Χρηματιστήριο Παραγώγων (συνήθως αυτό γίνεται για εμπορεύματα).
- ü Μη κλεισμένες θέσεις ονομάζονται ανοικτές (open) θέσεις.

3.2.5. Ημερήσιος Διακανονισμός (Marking to Market)

Ο ημερήσιος διακανονισμός είναι η διαδικασία πληρωμής των ζημιών και είσπραξης των κερδών, η οποία πραγματοποιείται μεταξύ της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. και των Μελών της. Γίνεται καθημερινά και αφορά τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την προηγούμενη ημέρα διαπραγματεύσεως. Ο ημερήσιος διακανονισμός επιτρέπει την ορθολογικοποίηση των επενδυτικών αποφάσεων, αφού αποτρέπει τη συσσώρευση ζημιών, ενώ ταυτόχρονα, οι επενδυτές απολαμβάνουν το τυχόν κέρδος που προκύπτει από τις θέσεις τους χωρίς να χρειαστεί να προηγηθεί η ρευστοποίηση (κλείσιμο) της θέσης.

Μέσω του ημερήσιου διακανονισμού δεν χρειάζεται να περιμένει κανείς μέχρι την ημέρα λήξης για να λάβει το αποτέλεσμα (κέρδος ή ζημία), αλλά το λαμβάνει κατά τμήματα (πιστώνεται ή χρεώνεται ανάλογα) κάθε χρηματιστηριακή ημέρα.

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

Παράδειγμα Κατανόησης Ημερήσιου Διακανονισμού

Ο επενδυτής Α πουλάει (short position) ένα ΣΜΕ με υποκείμενο τίτλο 100 μετοχές χ , με τιμή συναλλαγής $T = 30$ ευρώ/μετοχή και με ημερομηνία λήξης μετά από τρεις μήνες. Παράλληλα ο επενδυτής Β αγοράζει (long position) το ίδιο ΣΜΕ. Και ο πωλητής και ο αγοραστής

ανοίγουν αμέσως από ένα λογαριασμό περιθωρίων στην ΕΤΕΣΕΠ (καταθέτοντας π.χ. το 12% του $T \times 100$). Στο τέλος της επόμενης συνεδρίασης του χρηματιστηρίου, η τιμή συναλλαγής T έχει αλλάξει ανάλογα με τις προσδοκίες των επενδυτών μέσα από την διαδικασία προσφοράς και ζήτησης.

Έστω π.χ. ότι το T έχει αυξηθεί στην τιμή των 32 ευρώ. Αν ο αγοραστής (long position) αποφάσιζε να κλείσει την ανοικτή του θέση (δηλ. να λάβει και ένα short position σε ΣΜΕ επί του ίδιου τίτλου και με ίδια ημερομηνία λήξης) τότε θα είχε κέρδος τη διαφορά των $(32-30) \times 100$ ευρώ. Ο αγοραστής, χωρίς να χρειάζεται να κάνει αυτή την κίνηση, πιστώνεται τη διαφορά αυτή των 2×100 ευρώ η οποία χρεώνεται στον πωλητή μέσω των λογαριασμών περιθωρίων. Το ίδιο επαναλαμβάνεται στο τέλος κάθε ημερήσιας συνεδρίασης.

3.2.6. Διαφορές ανάμεσα στις Μετοχές και στα Μετοχικά ΣΜΕ

Οι διαφορές ανάμεσα στις μετοχές και στα μετοχικά Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης αναλύονται στο παρακάτω πίνακα:

Η Μετοχή	Το ΣΜΕ σε Μετοχή
Αντιστοιχεί σε μία εταιρία και η πορεία της είναι άμεσα συνυφασμένη με την οικονομική κατάσταση της εταιρίας.	Είναι μία διμερής σύμβαση μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή από την οποία απορρέουν υποχρεώσεις που πρέπει να εκπληρωθούν στη λήξη της σύμβασης (συμβολαίου).
Η αγορά και η πώληση πραγματοποιούνται ανά δεκάδα για κάθε μετοχή καταβάλλοντας ολόκληρο	Περιέχει 100 τεμάχια της μετοχής ανά συμβόλαιο και δεν καταβάλλεται ολόκληρο το ποσό που αντιστοιχεί στα

το ποσό.	100 τεμάχια της μετοχής. Το ποσό που καταβάλλεται είναι το περιθώριο ασφάλισης (margin) που ορίζεται από το ΧΠΑ.
Δεν έχει ημέρα λήξης παρά μόνον σε ακραία περίπτωση και εάν η <u>εταιρία κηρύξει πτώχευση</u> με αποτέλεσμα το επενδυμένο κεφάλαιο να χαθεί εξολοκλήρου.	Έχει ημερομηνία λήξης από ένα, δύο ή και περισσότερους μήνες.

3.2.7. Ομοιότητες και Διαφορές ανάμεσα σε ΣΜΕ επί Μετοχής και Δικαιώματα Προαίρεσης σε Μετοχές

Ανάλογα με το επενδυτικό προφίλ του επενδυτή, τα Μετοχικά ΣΜΕ και τα Δικ. Προαίρεσης σε Μετοχές έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά και λειτουργίες ενώ υπάρχουν και κάποιες ομοιότητες μεταξύ τους. Οι ομοιότητες αυτές είναι οι εξής:

- Τόσο τα ΣΜΕ όσο και τα Δικαιώματα Προαίρεσης σε μια μετοχή έχουν πολλαπλάσιο το 100 (100 τεμάχια της μετοχής ανά συμβόλαιο).
- Τόσο τα ΣΜΕ όσο και τα Δικαιώματα Προαίρεσης παράγονται από μία μετοχή η οποία αναφέρεται ως ο υποκείμενος τίτλος.
- Και τα ΣΜΕ αλλά και τα Δικαιώματα Προαίρεσης μπορούν να πουληθούν ή να αγοραστούν για να ανοίξει μία θέση και με την αντίθετη πράξη να κλείσει η θέση σε οποιαδήποτε στιγμή έως τη λήξη.

- Έχουν ημερομηνία γέννησης και ημερομηνία λήξης (διάρκεια από ένα μήνα και περισσότερο).
- Έχουν ημερομηνία λήξης την 3η Παρασκευή του εκάστοτε μήνα λήξης.

Αντιθέτως οι διαφορές μεταξύ ΣΜΕ και Δικαιωμάτων Προαίρεσης παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα:

Διαφορές	Το ΣΜΕ σε Μετοχή	Το Δικ. Προαίρεσης σε Μετοχή
	<p>Την ημέρα λήξης πρέπει να γίνει παράδοση από τον πωλητή υποχρεωτικά (στη τιμή που συμφωνήθηκε κατά την ημέρα σύναψης της συμφωνίας) στον αγοραστή και από τη πλευρά του να δεχθεί υποχρεωτικά την αγορά των τεμαχίων (100 τεμάχια ανά συμβόλαιο πολλαπλασιασμένο με τον όγκο συμβολαίων) στη προσυμφωνημένη τιμή. Αυτό σημαίνει ότι γίνεται υποχρεωτική εξάσκηση του συμβολαίου μόνον με παράδοση και μόνον στην ημέρα λήξης.</p>	<p>Την ημέρα λήξης δίνει στον αγοραστή το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσει τα συμφωνημένα τεμάχια της μετοχής (100 τεμάχια μετοχής ανά συμβόλαιο) εξασκώντας το Δικ. Προαίρεσης είτε κατά τη διάρκεια του συμβολαίου (αμερικάνικος τρόπος εξάσκησης) είτε την ημέρα λήξης (ευρωπαϊκός τρόπος εξάσκησης) ενώ ο πωλητής έχει μόνον την υποχρέωση να είναι έτοιμος την ημέρα που θα ζητηθεί η εξάσκηση να αναλάβει τις ευθύνες του.</p>
	Δεν συμπεριλαμβάνει την αξία	Συμπεριλαμβάνει την αξία

	<p>χρόνου (time value) και συναλλάσσεται συνήθως σε premium (υπερτιμημένο) ή discount (υποτιμημένο) σε σχέση με τη μετοχή (υποκείμενος τίτλος).</p>	<p>χρόνου στο αντίτιμο που ζητάει ο πωλητής από τον αγοραστή για να αναλάβει τις υποχρεώσεις προς εκπλήρωση της συμφωνίας όταν ζητηθεί να εξασκηθεί το Δικ. Προαίρεσης.</p>
	<p>Χρειάζεται κατάθεση ρευστών διαθέσιμων στην αγορά ή στη πώληση τα οποία καταβάλλονται για τη κάλυψη του περιθωρίου ασφαλείας. Το περιθώριο ασφαλείας είναι το ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας συναλλαγής της μετοχής. Ο αγοραστής και ο πωλητής έχουν μόνον υποχρεώσεις και όχι δικαιώματα.</p>	<p>Υποχρεώνει τον αγοραστή να καταβάλλει στον πωλητή το αντίτιμο του συμβολαίου στην ολική του αξία με αποτέλεσμα να απορρέουν δικαιώματα για τον αγοραστή και υποχρεώσεις για τον πωλητή.</p>

Σε οποιαδήποτε στιγμή της χρονικής διάρκειας που απομένει μέχρι τη λήξη των ΣΜΕ ή των Δικαιωμάτων Προαίρεσης, η θέση μπορεί να κλείσει από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη με την αντίθετη πράξη. Με άλλα λόγια, αν ο αγοραστής αγόρασε ένα ΣΜΕ ή ένα Δικ. Προαίρεσης, μπορεί να κλείσει τη θέση του πριν την ημέρα λήξης πουλώντας για να κλείσει η θέση είτε με ζημία είτε με κέρδος.

3.3.Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον Δείκτη FTSE/ASE 20

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι μια συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή, να παραδώσει ο δεύτερος και να δεχθεί την παράδοση ο πρώτος, συγκεκριμένης ποσότητας της υποκείμενης αξίας του συμβολαίου, που στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE-20, σε μια μελλοντική ημερομηνία, στην τιμή που διαπραγματεύτηκε το συμβόλαιο. Ο Χρηματικός Διακανονισμός στα ΣΜΕ στον FTSE/ASE-20 γίνεται με την 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, συνεπώς και η τιμή διαπραγμάτευσης του συμβολαίου μεταβάλλεται και αυτή σε συνεχή βάση. Η τιμή του ΣΜΕ εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη, ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του Σ.Μ.Ε. επί τον πολλαπλασιαστή του δείκτη, ο οποίος είναι 5 ευρώ ανά μονάδα.

Ο δείκτης FTSE/ASE-20 είναι βασισμένος στις 20 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.Α.Ε.) με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κεφαλαιοποίηση των 20 εταιριών που απαρτίζουν τον FTSE/ASE-20 ξεπερνά το μισό της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο.

Οι εταιρείες που απαρτίζουν τον δείκτη FTSE/ASE-20 είναι οι εξής:

1. Alpha Bank A.E. (ΑΛΦΑ)
2. Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος A.E. (ΑΤΕ)
3. Βιοχαλκό Ε.Β. Χαλκού και Αλουμινίου (ΒΙΟΧΚ)
4. Τράπεζα Κύπρου A.E. (ΚΥΠΡ)
5. ΔΕΗ A.E. (ΔΕΗ)

6. COCA COLA 3E A.E. (ΕΕΕΚ)
7. Ελληνικά Πετρέλαια Α.Ε. (ΕΛΠΕ)
8. Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο (ΤΤ)
9. Ελληνική Τεχνοδομική (ΤΕΒ)
- 10.Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. (ΕΤΕ)
- 11.Τράπεζα ΕFG Eurobank Ergasias Α.Ε. (ΕΥΡΩΒ)
- 12.Intralot (ΙΝΛΟΤ)
- 13.Marfin Bank (ΜΡΦΒ)
- 14.Marfin Investment Group Α.Ε. Συμμετοχών (ΜΙΓ)
- 15.Μοτορόιλ Ελλάς (ΜΟΗ)
- 16.ΟΠΑΠ Α.Ε. (ΟΠΑΠ)
- 17.ΟΤΕ Α.Ε. (ΟΤΕ)
- 18.Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε. (ΠΕΙΡ)
- 19.Α.Ε. Τσιμέντων ΤΙΤΑΝ (ΤΙΤΚ)
- 20.Μυτιληναίος Α.Ε. (ΜΥΤΙΑ)

Οι παραπάνω μετοχές που απαρτίζουν τον δείκτη FTSE/ASE-20 υπόκεινται σε επανεξέταση από την Συμβουλευτική Επιτροπή 2 φορές τον χρόνο, τον Απρίλιο και τον Οκτώβριο. Προκείμενου να καθορισθούν οι εταιρείες που θα αντικατοπτρίζουν με πιστότητα τις κινήσεις της αγοράς. Οι εγκεκριμένες μεταβολές στην σύνθεση του δείκτη τίθενται σε εφαρμογή μετά την ολοκλήρωση της τελευταίας ημέρας των συναλλαγών του Μαΐου και του Νοεμβρίου.

3.3.1. Θέση Επενδυτή

Ο όρος «θέση» (position) περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τις οποίες ο αντισυμβαλλόμενος αναλαμβάνει με μια

συγκεκριμένη συναλλαγή (αγορά / πώληση). Όπως και στα ΣΜΕ σε μετοχές, έτσι και εδώ ο επενδυτής μπορεί να λάβει δύο θέσεις:

ΘΕΣΗ ΑΓΟΡΑΣ (LONG POSITION) ΕΠΙ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20

Λέμε ότι ένας επενδυτής έχει λάβει long position στον FTSE/ASE-20, όταν έχει λάβει μια θέση που αποφέρει κέρδος με την αύξηση της τιμής του τίτλου και ζημία με τη μείωσή του.

Λόγοι λήψης θέσης αγοράς:

- Ανοδικές προσδοκίες για την αγορά.
- Αντιστάθμιση κινδύνου τιμής στην προοπτική μιας μελλοντικής αγοράς στην μετοχή.
- Αντιστάθμιση κινδύνου μιας θέσης πώλησης.

Παράδειγμα Long Future

19 Απριλίου 2007: Ο επενδυτής αγοράζει 4 ΣΜΕ λήξης Μαΐου στον δείκτη FTSE ASE 20 με τιμή 1135 (πραγματική αξία θέσης: $4 \cdot 1135 \cdot 5 = \text{€} 22,700$), επειδή οι βλέψεις του για την αγορά είναι αισιόδοξες (bullish).

1) Το ποσό που δεσμεύεται από τον λογαριασμό του στην ΕΤΕΣΕΠ είναι $4,086\text{€}$ ($\text{€}22,700 \cdot 18\%$).

2) Οι προμήθειες που χρειάστηκε να πληρώσει επειδή η κίνηση έγινε μέσα στην ίδια ημέρα ήταν $\text{€}10$ για κάθε συμβόλαιο για το άνοιγμα της θέσης και $\text{€}10$ για το κλείσιμο δηλαδή συνολικά: $4 \cdot (10+10) = 80\text{€}$ Όμως ο πολλαπλασιαστής για τα ΣΜΕ του FTSE20 είναι 5€ μονάδα και επειδή έχει 4 μονάδες $4 \cdot 5 = 20\text{€}$ /συμβόλαιο.

3) Το νεκρό σημείο (break-even) είναι αυτό στο οποίο η τιμή του ΣΜΕ έχει ανέβει τουλάχιστον 4 μονάδες ώστε η θέση του επενδυτή να μην έχει απώλειες. Το σημείο αυτό, φαίνεται και στο διάγραμμα 7 που απεικονίζει την θέση του. Όταν δηλαδή η τιμή του Σ.Μ.Ε. φτάσει το 1139 η θέση δεν έχει ούτε κέρδη ούτε ζημιές. Πάνω από το 1139 η θέση έχει κέρδη (π.χ. στο σημείο που η τιμή είναι 1146,4 το κέρδος από τα 4 συμβόλαια είναι € 147). Τα κέρδη από μία θέση αγοράς Σ.Μ.Ε. (Long Future) μπορούν να είναι απεριόριστα, υποθέτοντας ότι η τιμή του δείκτη μπορεί να αυξηθεί απεριόριστα κατά τη διάρκεια ζωής του Σ.Μ.Ε. Από την άλλη όταν η τιμή του Σ.Μ.Ε. βρίσκεται κάτω από το 1139 η θέση έχει ζημιές. Στην τιμή 1123,7 (1% κάτω από την τιμή που αγόρασε ο επενδυτής) τα 4 συμβόλαια θα έχουν απώλειες € 307. Οι μέγιστες υποθετικές απώλειες του δεν θα ήταν μόνο το 100% της επένδυσής μας αλλά η αξία των 1135 μονάδων (στην ακραία περίπτωση όπου ο δείκτης FTSE20 έφτανε στο 0).

4) Μέσα στην επόμενη ώρα και αφού η πρόβλεψή του είχε αποδειχτεί σωστή, η θέση του έχει κέρδη €175.

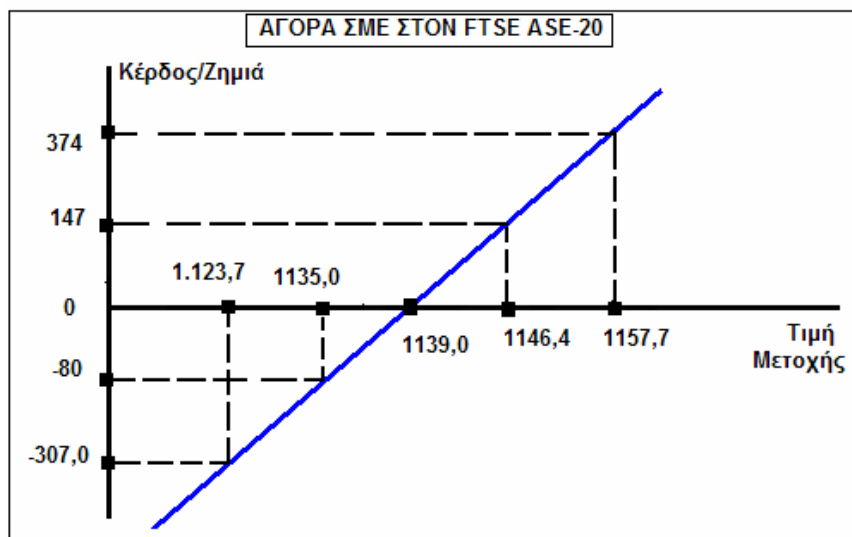
5) Στις 15:45 όταν η την τιμή του Σ.Μ.Ε. έφτασε στο 1156 και τα κέρδη του ανήλθαν στα €340 $((1156 - 1139) * €5 * 4$ συμβόλαια) κλείνει την θέση του.

6) Η απόδοση της επένδυσής του (€4,086 το περιθώριο ασφάλισης + €40 οι προμήθειες για το άνοιγμα της θέσης) ήταν 8.2% όταν η μεταβολή της τιμής του Future ήταν μόνο 1.9% (από το 1135 στο 1156). Αυτό συνέβη λόγω της μόχλευσης που προσφέρουν τα παράγωγα προϊόντα καθότι δεν χρειάζεται να επενδυθεί ολόκληρη η αξία του συμβολαίου παρά μόνο ένα μέρος αυτής (το χρηματικό περιθώριο, margin).

Στον πίνακα 3 και στο διάγραμμα 7 που παρατίθενται παρακάτω παριστάνεται η απόδοση του επενδυτή σε συνάρτηση με την πορεία της τιμής του δείκτη.

Ωρα	Τιμή Δείκτη	Κέρδος /Ζημιά
12:51	1.135,0	-80€
14:30	1.146,4	147€
15:45	1.157,7	374€

Πίνακας 3



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7

ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ (LONG POSITION) ΕΠΙ ΔΕΙΚΤΗ FTSE/ASE-20

Λέμε ότι ένας επενδυτής έχει λάβει short position στον FTSE/ASE-20, όταν έχει λάβει μια θέση που αποφέρει ζημία με την αύξηση της τιμής του τίτλου και κέρδος με τη μείωσή του.

Λόγοι λήψης θέσης πώλησης

- ➡ Πτωτικές προσδοκίες για την αγορά.
- ➡ Αντιστάθμιση κινδύνου θέσης αγοράς.
- ➡ Αντιστάθμιση κινδύνου τιμής με την προοπτική μελλοντικής πώλησης.

Παράδειγμα Short Future

30 Αυγούστου 2007:Οι βλέψεις ενός επενδυτή για τον δείκτη FTSE/ASE-20 είναι απαισιόδοξες.

1)Στις 12:06 την ίδια μέρα πουλάει 6 Σ.Μ.Ε. στον δείκτη FTSE/ASE-20, λήξης Σεπτεμβρίου στην τιμή 235.25 (πραγματική αξία θέσης: $6 * 235.25 * €10 = €14,115$).

2)Το ποσό που δεσμεύεται στον λογαριασμό του από την ΕΤΕΣΕΠ είναι 2.540,70($€14,115 * 18%$).

3)Οι προμήθειες που πρέπει να πληρώσει για το άνοιγμα της θέσης (την πώληση 6 συμβολαίων) είναι $6 * €13 = €78$. Επειδή μέχρι την λήξη των συμβολαίων στις 20 Σεπτεμβρίου δεν υπήρξε λόγος για να κλείσει τα συμβόλαια αυτά, τα άφησε να λήξουν πληρώνοντας προμήθεια €15 ανά συμβόλαιο. Το συνολικό κόστος του ήταν €168 ή €28/συμβόλαιο.

4) Το νεκρό σημείο της θέσης του (break-even) όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 8 είναι (€28 / €10) 2.8 μονάδες κάτω από την τιμή πώλησης, στις 232.45 μονάδες. Έπρεπε λοιπόν η τιμή του F20 να πέσει περισσότερο από 1.19% ώστε η θέση του να αποφέρει κέρδη. Όταν η τιμή του Σ.Μ.Ε. είναι μεγαλύτερη του break-even, η θέση έχει ζημιές. Για παράδειγμα, εάν η τιμή του Σ.Μ.Ε. ανέβαινε 2% στο 244.66 τα 6 συμβόλαια του επενδυτή θα είχαν απώλειες € 732.60. Αυτό το ποσό αντιστοιχεί στο 28% της αρχικής επένδυσής του (συμπεριλαμβανομένης της προμήθειας ανοίγματος) και μας δείχνει πόσο ισχυρή είναι η μόχλευση και πως μπορεί να λειτουργήσει το ίδιο εύκολα υπέρ του επενδυτή όσο και εναντίον του. Στην συγκεκριμένη περίπτωση και όπως βλέπουμε από το διάγραμμα της αξίας της θέσης του λειτούργησε υπέρ του.

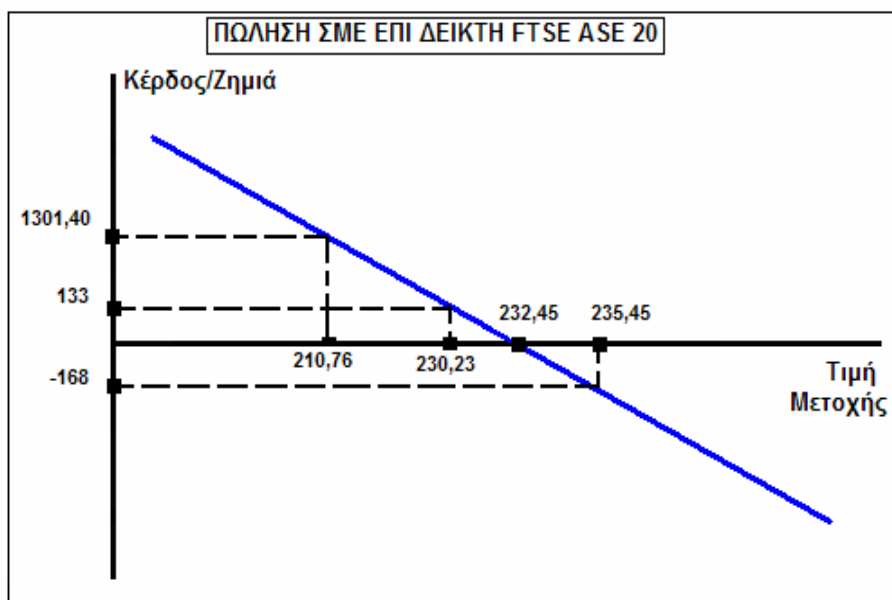
5) Μετά από 4 συνεδριάσεις στις 5/09 η τιμή του F20 είχε πέσει στο 230.23 δίνοντάς μας κέρδη € 133. Ο επενδυτής προτιμάει να κρατήσει την θέση ανοιχτή ως την λήξη των συμβολαίων, κρίνοντας πως υπήρχαν περαιτέρω περιθώρια υποχώρησης της τιμής, από την ασφαλή πλέον πλευρά αφού τα συμβόλαια είχαν καλύψει το κόστος τους (τις προμήθειες).

6) Στις 20/09 η τιμή εξάσκησης / λήξης των συμβολαίων διαμορφώθηκε στις 210.76 μονάδες, αποφέροντας κέρδη 21.69 μονάδων (232.45 - 210.76) ανά συμβόλαιο, ή €1,301.40 (6 * 21.69 * €10) για το σύνολο της θέσης του (απόδοση της επένδυσης = 49.7%).

Στον πίνακα 4 και στο διάγραμμα 8 που παρατίθενται παρακάτω παριστάνεται η απόδοση του επενδυτή σε συνάρτηση με την πορεία της τιμής του δείκτη.

Ημερομηνία	Τιμή Δείκτη	Κέρδος/ Ζημιά
30/08/07	235,25	-168
05/09/07	230,23	+133
20/09/07	210,76	+21,69

Πίνακας 4



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8

3.3.2. Πορεία ΣΜΕ στον Δείκτη FTSE/ASE-20 στην Ελληνική Αγορά

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) επί του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-20 εισήχθησαν για πρώτη φορά στην Ελλάδα στις 27 Αυγούστου 1999 με υποκείμενο εργαλείο (underlying instrument) τον FTSE-20. Είναι τα προϊόντα που παρουσιάζουν, αυτή τη στιγμή, τη μεγαλύτερη ρευστότητα στην Ελληνική αγορά παραγώγων. Μάλιστα, κατά τους τελευταίους μήνες ο

μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών φθάνει τα 8000 συμβόλαια, με μια αντίστοιχη ονομαστική αξία συναλλαγών της τάξης των 50 εκ. Ευρώ. Με το συνεχώς αυξανόμενο τζίρο της αγοράς των ΣΜΕ, ολοένα και μεγαλύτερο είναι το ενδιαφέρον των επενδυτών προς αυτά τα προϊόντα.

Πολλές φορές ακούγεται, ιδιαίτερα από τα μέσα ενημέρωσης, ότι τα συμβόλαια βρίσκονται σε premium ή discount και ότι αυτό ενδεχομένως προεξοφλεί ανοδική ή πτωτική τάση της υποκείμενης αγοράς της Σοφοκλέους.

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης συναλλάσσεται στο **premium** όταν η τιμή του συμβολαίου που αλλάζει χέρια στην αγορά είναι **μεγαλύτερη** από τη θεωρητική του τιμή.

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης συναλλάσσεται στο **discount** όταν η τιμή του συμβολαίου που αλλάζει χέρια στην αγορά είναι **μικρότερη** από τη θεωρητική του τιμή.

Η **θεωρητική τιμή (Fair Value)** των ΣΜΕ είναι η αξία που προκύπτει από τον συνυπολογισμό της τρέχουσας τιμής της υποκείμενης αξίας (μετοχής, δείκτη, εμπορεύματος, ισοτιμίας, κλπ.), του τρέχοντος επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, της μερισματικής απόδοσης του υποκείμενου προϊόντος, και του χρόνου που απομένει μέχρι την λήξη του εξεταζόμενου ΣΜΕ, μέσω κάποιου υπολογιστικού μαθηματικού μοντέλου. Ο τύπος που χρησιμοποιούμε για να υπολογίσουμε την θεωρητική τιμή είναι ο εξής: **Fair value** $F = S * [1 + (r - d) / 100] * T / \text{daysinyear}$ όπου **S** είναι η τρέχουσα τιμή (spot) του υποκείμενου προϊόντος, **r** είναι η ετήσια ποσοστιαία μερισματική απόδοση του υποκείμενου προϊόντος, **T** είναι οι ημέρες που υπολείπονται πριν την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου και **daysinyear** είναι οι ημέρες ανά έτος (360 ή 365)

Παράδειγμα κατανόησης της Θεωρητικής Τιμής

Υποθέτουμε τα παρακάτω στοιχεία στο παράδειγμά μας:

Τρέχουσα Τιμή Δείκτη FTSE -20	2.200
Τιμή ΣΜΕ στην αγορά	2.235
Ετήσιο Επιτόκιο	7,25 %
Μερίσματα	1%
Ημέρες που υπολείπονται έως τη λήξη	15

Ο τύπος που μας δίνει τη Θεωρητική Τιμή του συμβολαίου στην αγορά, δηλαδή την τιμή που με τα παραπάνω δεδομένα θα έπρεπε να συναλλάσσεται το ΣΜΕ στην αγορά **ούτε υπερτιμημένο, ούτε υποτιμημένο**, είναι ο παρακάτω:

$$F = \text{Τρέχουσα Τιμή Δείκτη} * \{1 + [(\text{ετήσιο επιτόκιο} - \text{μερίσματα}) * (\text{υπολειπόμενες ημέρες έως τη λήξη} / 365 \text{ ημέρες})]\}$$

και στην περίπτωση του παραδείγματός μας αν αντικαταστήσουμε τα νούμερά μας θα έχουμε:

$$2.200 * \{1 + [(0,0725 - 0,01) * (15/365)]\} =$$

$$2.200 * \{1 + [0,0625 * 0,041]\} =$$

$$2.200 * \{1 + 0,00256\} = 2.200 * 1,00256 = \mathbf{2.205,6}$$

Η τιμή 2.205,6 είναι η θεωρητική ή δίκαιη τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Η διαφορά της τιμής του ΣΜΕ στην αγορά με τη θεωρητική του τιμή είναι: $2.235 - 2.205,6 = \mathbf{+29,4}$ μονάδες ή **1,33%** επί

της θεωρητικής τιμής. Δηλαδή, το ΣΜΕ στην αγορά είναι **ακριβότερο** από τη θεωρητική του τιμή κατά **29,4** μονάδες ή **1,33 %**. Τότε, λέμε ότι το συμβόλαιο συναλλάσσεται με **premium 1,33%**.

3.3.3.Χρήση ΣΜΕ για κερδοσκοπικούς λόγους

Οι κερδοσκόποι λαμβάνουν θέσεις σε ΣΜΕ με σκοπό να προσαρμόσουν την στρατηγική τους στις προσδοκίες τους για την αγορά. Πολλές στρατηγικές ,όπως το να κερδίζει κανείς σε καθοδική αγορά, όπου αναμένεται πτώση τιμών, μπορούν να επιτευχθούν αποκλειστικά με πώληση Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης(παράδειγμα 1). 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(παράδειγμα 2) προκειμένου να προστατευθούν.

Το παρακάτω παράδειγμα θα μας βοηθήσει να κατανοήσουμε καλύτερα την χρήση ΣΜΕ για κερδοσκοπικούς λόγους.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ-ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΣΕ ΣΜΕ

Τρέχων μήνας	Φεβρουάριος
FTSE-20	3200 μονάδες
ΣΜΕ Μαΐου	3290 μονάδες

Ο Δείκτης FTSE-20 βρίσκεται στις 3.200 μονάδες στις αρχές Φεβρουαρίου. Ο επενδυτής προβλέπει ότι το τρέχων τρίμηνο του έτους η κερδοφορία των περισσότερων εισηγμένων εταιριών θα είναι κάτω του αναμενόμενου των αναλυτών. Αποφασίζει να πάρει **θέση πώλησης** στο ΣΜΕ Μαΐου στις 3.290. Αυτό σημαίνει ότι εάν η αγορά πάρει την καθοδική πορεία με άμεσο αντίκτυπο στο ΣΜΕ Μαΐου τότε η διαφορά του συμβολαίου κάτω από τις 3.290 θα μεταφράζεται σε κέρδος για τον επενδυτή.

- Ο επενδυτής θα έχει **κέρδος** εάν ο FTSE-20 κλείσει στις 3.100 την 3^η Παρασκευή του Μαΐου, το οποίο θα είναι $3.290 - 3.100 = 190 \times 5 \text{ ευρώ} = 950 \text{ ευρώ}$.
- Ο επενδυτής θα έχει **ζημιά** εάν η αγορά πάρει την ανοδική πορεία και ο δείκτης κλείσει πάνω από τις 3.290 μονάδες όπως στις 3.400 ($3.290 - 3.400 = 110 \times 5 \text{ ευρώ}$) με αποτέλεσμα να είναι υποχρεωμένος να καταβάλλει στον αντισυμβαλλόμενο το οφειλόμενο ποσό των 550 ευρώ.

3.3.4.Πλεονεκτήματα Χρήσης ΣΜΕ στον Δείκτη FTSE/ASE-20

Τα ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 συνδυάζουν μοναδικά πλεονεκτήματα για τους επενδυτές επιτρέποντας τους να:

- ◇ Συμμετέχουν στην άνοδο ή πτώση της αγοράς με μια μόνο συναλλαγή χωρίς να χρειάζεται να διαλέξουν συγκεκριμένες μετοχές.
- ◇ Προστατεύουν δυναμικά την αξία των χαρτοφυλακίων τους στην περίπτωση μιας πτωτικής αγοράς.

- ◇ Επιτυγχάνουν επαρκή διασπορά του ειδικού κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο που αντιπροσωπεύει ο δείκτης FTSE/ASE-20.
- ◇ Χρησιμοποιούν το μοχλευμένο αποτέλεσμα του λογαριασμού περιθωρίου ασφάλισης στο οποίο βασίζεται το ΣΜΕ.
- ◇ Απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών
- ◇ Απολαμβάνουν μεγάλη ρευστότητα συναλλαγών λόγω της τυποποίησης των συμβολαίων.
- ◇ Απολαμβάνουν μικρότερα ανοίγματα τιμών σε σύγκριση με αυτά της υποκείμενης αγοράς και
- ◇ Έχουν την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. απέναντι τους μειώνοντας έτσι τον κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου.

3.3.5.Οι διαφορές ανάμεσα στο Χαρτοφυλάκιο Μετοχών που συνθέτουν τον Δείκτη και στο ΣΜΕ στον Δείκτη

Οι Διαφορές ανάμεσα στο χαρτοφυλάκιο μετοχών που συνθέτουν τον δείκτη και στο Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον δείκτη φαίνονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα.

Ο Κάτοχος ενός Χαρτοφυλακίου Μετοχών που Συνθέτουν τον Δείκτη	Ο Κάτοχος ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον Δείκτη
θα λάβει μέρισμα από τις μετοχές του	δεν έχει το δικαίωμα να λάβει μέρισμα

χαρτοφυλακίου του	από τις μετοχές που συνθέτουν τον δείκτη
πρέπει να καταβάλλει ολόκληρο το ποσό συνολικής αξίας του χαρτοφυλάκιο	καταβάλλει εξ' αρχής ένα ποσό εγγύησης που ονομάζεται περιθώριο ασφάλειας (margin security) και η θετική ή αρνητική διαφορά χρεώνεται ή πιστώνεται μετά την καθημερινή αποτίμηση της θέσης του

3.3.6.Οι διαφορές ανάμεσα στο Δείκτη και στο ΣΜΕ του Δείκτη

Οι διαφορές ανάμεσα στον δείκτη και στο ΣΜΕ του δείκτη παρουσιάζονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα.

Ο Δείκτης	Το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον Δείκτη
αντικατοπτρίζει ένα καλάθι διαφορετικών μετοχών και η πορεία του είναι άμεσα συνυφασμένη με την πορεία των μετοχών που τον αποτελούν	παράγεται από τον δείκτη ο οποίος ονομάζεται υποκείμενο εργαλείο (underlying instrument) και η πορεία του είναι συνυφασμένη με την πορεία του δείκτη
αντιπροσωπεύει τις τρέχουσες τιμές των μετοχών που τον αποτελούν	αντιπροσωπεύει τις μελλοντικές τιμές των μετοχών που αποτελούν τον δείκτη

Θεωρητικά, ο καθένας μπορεί να δημιουργήσει ένα ΣΜΕ στον δείκτη FTSE-20. Κατά την ημέρα λήξης όμως, ο πωλητής του ΣΜΕ θα πρέπει να παραδώσει όλες τις μετοχές, στην ακριβή αναλογία που συνθέτουν τον δείκτη. Ο αγοραστής θα πρέπει με την σειρά του να δεχθεί την παράδοση των μετοχών του δείκτη.

Στην πραγματικότητα, πολύ λίγοι μετοχικοί δείκτες στον κόσμο διακανονίζονται με την μορφή της φυσικής παράδοσης των μετοχών που συνθέτουν τον δείκτη. Αυτή η διαδικασία απαιτεί την παράδοση της ακριβής αναλογίας των τεμαχίων των μετοχών του δείκτη και γίνεται δύσκολος ο χειρισμός των συναλλαγών από την εταιρία εκκαθάρισης. Πολύ περισσότερο μάλιστα, η ακριβής αναλογία θα απαιτούσε την παράδοση όχι ενός ακέραιου αριθμού των μετοχών αλλά ενός κλασματικού.

Για τον παραπάνω λόγο τα ΣΜΕ (Futures) διακανονίζονται με χρηματικά διαθέσιμα (cash settlement) και όχι με παράδοση των μετοχών (delivery of stocks) που συνθέτουν τον δείκτη.

3.4.Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον Δείκτη FTSE Mid40

Για τα ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Α.Ε., η υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE Mid 40. Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 είναι βασισμένος σε 40 εταιρίες του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α. Α.Ε.) μεσαίας

κεφαλαιοποίησης και εμπορευσιμότητας, από διάφορους κλάδους της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και οι οποίες φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

ΜΕΤΟΧΕΣ ΠΟΥ ΑΠΑΡΤΙΖΟΥΝ ΤΟΝ ΔΕΙΚΤΗ FTSE MiD40	
ΑΒΑΞ	J. - P. - ΑΒΑΞ Α.Ε. ΕΡΓ.-ΤΟΥΡ.-ΕΜΠ.-ΒΙΟΜ.-ΟΙΚ.ΥΛ. - ΜΗΧ.
ΑΛΑΠΙΣ	ΑΝΩΝ.ΣΥΜΜ.,ΒΙΟΜ.&ΕΜΠ.ΕΤΑΙΡ. ΦΑΡΜ. ΧΗΜ.&ΒΙΟΛ. ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
ΑΡΑΙΓ	ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ
ΑΡΒΑ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.
ΑΣΤΗΡ	ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε
ΒΣΤΑΡ	BLUE STAR FERRIES
ΒΩΒΟΣ	ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.
ΓΕΚ	ΓΕΚ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΑΚΙΝΗΤΩΝ, ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ
ΓΤΕ	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
ΔΟΛ	ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε.
ΕΛΒΑ	ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ.
ΕΥΔΑΠ	Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.
ΕΥΠΡΟ	EUROBANK PROPERTIES Α.Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ
ΕΥΡΟΜ	EUROMEDICA Α.Ε.ΠΑΡΟΧΗ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
ΕΧΑΕ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΙΑΣΩ	ΙΑΣΩ Α.Ε.
ΙΑΤΡ	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.
ΙΝΤΚΑ	ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΚΟΥΕΣ	Info-Quest Α.Ε.Β.Ε.
ΛΑΜΔΑ	LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.
ΜΑΙΚ	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.
ΜΕΤΚ	ΜΕΤΚΑ Α.Ε

ΜΗΧΚ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε.
ΜΙΝΟΑ	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ε
ΜΠΕΛΑ	JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ
ΝΕΟΧΗ	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ Α.Β. ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ ΑΒΕΕ
ΠΡΟ	ΠΡΟΤΟΝ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.
ΡΟΚΚΑ	ΜΕΤΑΛ. ΑΡΚΑΔΙΑΣ Χ. ΡΟΚΑΣ
ΣΑΡ	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
ΣΙΔΕ	ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΕΡΛΙΚΟΝ)
ΣΠΡΙ	SPRIDER STORES ΑΝΩΝ.ΕΜΠΟΡ.&ΒΙΟΜ. ΕΤΑΙΡ. ΕΝΔΥΜ. ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ
ΣΩΛΚ	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε.
ΤΕΡΝΑ	ΤΕΡΝΑ Α.Ε.
ΥΓΕΙΑ	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.
ΦΟΛΙ	FOLIE FOLIE Α.Ε.
ΦΟΡΘ	FORTHNET Α.Ε.
ΦΡΙΓΟ	FRIGOGLASS Α.Β.Ε.Ε.
ΦΡΛΚ	FOURLIS Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ
ΧΑΚΟΡ	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε. (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΟΡ)

Η κεφαλαιοποίηση των 40 εταιριών που συμμετέχουν στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ξεπερνά το 15% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. Α.Ε. Είναι σημαντικό να σημειωθεί η υψηλή διαφοροποίηση του δείκτη, στον οποίο αντιπροσωπεύονται περισσότεροι από 20 διαφορετικοί κλάδοι δραστηριότητας. Το γεγονός αυτό τον καθιστά ιδιαίτερα αντιπροσωπευτικό της μεσαίας κεφαλαιοποίησης και πολύ χρήσιμο για την αντιστάθμιση κινδύνου σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια. Η σύνθεση και το βάρος των μετοχών του δείκτη μεταβάλλεται με το χρόνο.

Η τιμή του ΣΜΕ εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη, ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του Σ.Μ.Ε. επί τον πολλαπλασιαστή του δείκτη. Για τα ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ο πολλαπλασιαστής είναι 5 EUR για όλες τις σειρές λήξης.

Σε γενικές γραμμές τα χαρακτηριστικά του δείκτη FTSE Mid 40, καθώς και οι θέσεις που μπορεί να πάρει ο επενδυτής ανάλογα με τις προσδοκίες του στην αγορά, δεν διαφέρουν σχεδόν καθόλου από αυτά στον δείκτη FTSE/ASE-20. Δηλ. αν ο επενδυτής έχει αισιόδοξες βλέψεις για την αγορά ή θέλει να αντισταθμίσει μια short θέση θα αγοράσει ένα ΣΜΕ στον δείκτη FTSE Mid40, ενώ αν έχει απαισιόδοξες βλέψεις για την αγορά ή αν θέλει να αντισταθμίσει υπάρχον χαρτοφυλάκιο μετοχών, θα πουλήσει ΣΜΕ στον δείκτη FTSE Mid40.

Τα κύρια χαρακτηριστικά του FTSE Mid40 φαίνονται στον παρακάτω πίνακα:

Υποκείμενη Αξία	Ο Δείκτης FTSE/ATHEX Mid 40
Μέγεθος Συμβολαίου	5€μονάδα του Δείκτη (πολλαπλασιαστής).
Τιμή Συμβολαίου	Η τιμή αγοράς ή πώλησης του Συμβολαίου. Η τιμή Συμβολαίου εκφράζεται σε μονάδες του Δείκτη.
Έτος, Μήνας, Ημέρα & Ώρα Λήξης	Ως Έτος, Μήνας, Ημέρα και Ώρα Λήξης ορίζεται το έτος, ο μήνας, η ημέρα και η ώρα κατά την οποία λήγει η διαπραγμάτευση της σχετικής σειράς και τα ΣΜΕ της σειράς αυτής. Ημέρα Λήξης είναι η τρίτη (3η) Παρασκευή του Μήνα Λήξης. Εάν η ημέρα αυτή δεν είναι ημέρα

	<p>συναλλαγών, Ημέρα Λήξης είναι η προηγούμενη ημέρα συναλλαγών.</p> <p>Ώρα Λήξης: 13:50' Η Ώρα Λήξης μπορεί να μεταβάλλεται εφόσον το Χ.Α. κρίνει τούτο αναγκαίο για λόγους προστασίας της ομαλής λειτουργίας της αγοράς και των συμφερόντων των επενδυτών.</p>
Τελευταία Ημέρα Συναλλαγής	Η Ημέρα Λήξης
Νόμισμα Διακανονισμού	Ευρώ

3.4.1.Επένδυση στην διαφορά Απόδοσης των Μετοχικών Δεικτών FTSE/ASE-20 ΚΑΙ FTSE Mid 40.

Ένας επενδυτής πιστεύει ότι οι μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης είναι υποτιμημένες σε σχέση με αυτές της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Θεωρώντας ότι μέσα στους επόμενους μήνες θα υπάρξει διόρθωση αυτής της διαφοράς, θέλει να επενδύσει σε μια στρατηγική που θα του αποφέρει κέρδος σε περίπτωση καλύτερης απόδοσης των μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης από αυτών της υψηλής. Ταυτόχρονα θα ήθελε να αποφύγει την επένδυση σε μια ή δυο μετοχές μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Αφού με αυτόν τον τρόπο δεν θα πετύχαινε την αναγκαία διαφοροποίηση και ταυτόχρονα, μια συνολική πτωτική πορεία της αγοράς θα συμπარέσυρε τις μετοχές αυτές, με αποτέλεσμα την πραγματοποίηση ζημιάς.

Έτσι λοιπόν αποφασίζει ταυτόχρονα να προβεί στις εξής κινήσεις:

- 1) να αγοράσει ΣΜΕ στον δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE Mid 40
- 2) να πουλήσει ΣΜΕ στον δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE/ASE-20.

Με αυτόν τον τρόπο σε περίπτωση συνολικής ανοδικής πορείας της αγοράς , κάτι που θα συμπαρέσυρε και τους δυο δείκτες, η καλύτερη απόδοση του FTSE Mid 40 θα του αποφέρει μεγάλο κέρδος από τη ζημία που θα πραγματοποιήσει λόγω της θέσης πώλησης στον FTSE/ASE-20. Επίσης στο πιθανό ενδεχόμενο πτωτικής πορείας και των δύο δεικτών , η μικρότερη πτώση του FTSE Mid 40 θα έχει σαν αποτέλεσμα την πραγματοποίηση κάποιας ζημίας που θα υπερκαλύπτεται όμως από το κέρδος λόγω της θέσης πώλησης στον FTSE/ASE-20. Ακολουθώντας την στρατηγική αυτή ο επενδυτής καταφέρνει λοιπόν να φιλτράρει τη συνολική πορεία της αγοράς και να απεικονίσει την προσδοκία του για καλύτερη συμπεριφορά του δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης σε σχέση με αυτόν της υψηλής κεφαλαιοποίησης. Ταυτόχρονα πετυχαίνει την αναγκαία διαφοροποίηση , αφού επενδύει σε αποδόσεις μετοχικών δεικτών, και όχι σε περιορισμένο αριθμό μετοχών.

3.5.Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10-ετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10-ετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου, που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Α.Ε. έχουν υποκείμενη αξία ένα συνθετικό ομόλογο ονομαστικής αξίας 100.000€ Το τοκομερίδιό του είναι 6%, και εκδότης του θεωρείται το Ελληνικό Δημόσιο.

Τα χαρακτηριστικά των ΣΜΕ σε δεκαετες ομόλογο ελληνικού δημοσίου φαίνονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα.

Είδος Συμβολαίου	Τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης(ΣΜΕ) όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση ομολόγων σε καθορισμένη τιμή.
Υποκείμενο Στοιχείο	Το υποκείμενο στοιχείο είναι ένα συνθετικό ομόλογο, του οποίου εκδότης θεωρείται το Ελληνικό Κράτος. Το ομόλογο είναι δεκαετές με εκκίνηση την ημέρα εκκαθάρισης και το τοκομερίδιο είναι 6 τοις εκατό. Το τοκομερίδιο θεωρείται ότι καταβάλλεται μία φορά τον χρόνο με ημέρα εκπνοής που θα αντιστοιχεί στην ημέρα και τον μήνα στον οποίο το ομόλογο καθίσταται οφειλόμενο και πληρωτέο.
Μέγεθος Συμβολαίου	Η ονομαστική αξία του συνθετικού ομολόγου είναι 100.000€
Τιμή Διαπραγμάτευσης Συμβολαίου	Η τιμή του συμβολαίου εκφράζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας του συνθετικού ομολόγου με ακρίβεια 2 δεκαδικών ψηφίων.
Μήνες Λήξης	Όλες οι σειρές ακολουθούν τον τριμηνιαίο κύκλο εκπνοής, Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου. Έξι (6) εβδομάδες πριν τη λήξη μιας

	σειράς εισάγεται προς διαπραγμάτευση μία νέα σειρά.
Αγορά Ειδικών Διαπραγματευτών	Δεν υπάρχουν υποχρεώσεις Ειδικών Διαπραγματευτών.

Τα ΣΜΕ σε ομόλογα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να γίνει αντιστάθμιση κινδύνου, έναντι ανεπιθύμητων μεταβολών των επιτοκίων ή για να επιδιωχθούν στρατηγικές που αποσκοπούν στο κέρδος.

3.6.Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην Συναλλαγματική Ισοτιμία Ευρώ-Δολαρίου

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

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

Τα Σ.Μ.Ε. στη συναλλαγματική ισοτιμία ευρώ/δολαρίου μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζουν εταιρίες, αλλά και ιδιώτες που συναλλάσσονται σε ξένο νόμισμα. Αποτελούν επίσης ένα εναλλακτικό επενδυτικό προϊόν για λήψη θέσης στην αγορά συναλλάγματος που προσφέρει διαφοροποίηση αλλά και υψηλές

δυναμικά αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο του ιδιώτη, αλλά και του θεσμικού επενδυτή.

3.7. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί Επιτοκίων

Τα ΣΜΕ επί επιτοκίων (interest rate futures) περιλαμβάνονται στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα με υποκείμενο τίτλο κάποιο επιτόκιο και χρησιμοποιούνται σαν μέσα αντιστάθμισης των κινδύνων των προερχόμενων από την μεταβολή των επιτοκίων. Πέραν της αξιοποίησης τους στην αντιστάθμιση, χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές και για κερδοσκοπία βάσει των προβλέψεων τους για την πορεία των επιτοκίων.

Όπως και στα συμβόλαια επί συναλλάγματος, η διαπραγμάτευση των συμβολαίων επί επιτοκίων βασίζεται στην καθημερινή αποτίμηση (marking to market) και στην κατάθεση περιθωρίων και από τους δύο αντισυμβαλλόμενους.

Υποκείμενος τίτλος των ΣΜΕ επί καταθέσεων είναι μια ονομαστική κατάθεση σε κάποιο νόμισμα τυποποιημένου ύψους, με συγκεκριμένη διάρκεια, συνήθως 3 μηνών, από την ημερομηνία λήξεως του συμβολαίου. Δεδομένου ότι τα συμβόλαια αυτά είναι τύπου εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, η χρονική διάρκεια μετά τη λήξη του συμβολαίου είναι αναγκαία, ώστε να υπολογιστεί το ποσό εκκαθάρισης.

3.8. Διαφορές ανάμεσα στα ΣΜΕ και στα Δικαιώματα Προαίρεσης (γενικά)

Στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures):

Ο Αγοραστής	Ο Πωλητής
<p>☛ <u>υποχρεούται να δεχτεί την</u> παράδοση δηλαδή να αγοράσει τον υποκείμενο τίτλο στην προσυμφωνημένη τιμή και στην προσυμφωνημένη ημερομηνία από τον πωλητή</p>	<p>☛ <u>υποχρεούται να παραδώσει</u> δηλαδή να πουλήσει τον υποκείμενο τίτλο στην προσυμφωνημένη τιμή και στην προσυμφωνημένη ημερομηνία στον αγοραστή</p>

Στα Δικαιώματα Προαίρεσης (Options):

Ο Αγοραστής	Ο Πωλητής
<p>☛ <u>έχει το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσει</u> εάν αυτό είναι Δικαίωμα Αγοράς (Call) ή να πουλήσει εάν αυτό είναι Δικαίωμα Πώλησης (Put)</p>	<p>☛ <u>έχει πάντα την υποχρέωση</u> είτε αυτό είναι Δικαίωμα Αγοράς (Call) είτε είναι Δικαίωμα Πώλησης (Put). Δηλαδή υποχρεούται να αγοράσει εάν είναι Δικαίωμα Πώλησης ή να πουλήσει εάν είναι Δικαίωμα Αγοράς οποιαδήποτε στιγμή του ζητηθεί από τον αγοραστή.</p>

Δικαιώματα Προαίρεσης (Option) μπορούμε να έχουμε είτε επάνω σε μετοχές είτε επάνω σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures). Αυτό σημαίνει ότι μπορούμε να έχουμε Δικαίωμα Προαίρεσης (Option) επάνω σε ΣΜΕ δηλαδή το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσουμε τον

υποκείμενο τίτλο. Το πλεονέκτημα σε σχέση με το ΣΜΕ είναι ότι μας δίνεται η επιλογή να εξασκήσουμε το Δικαίωμα Προαίρεσης στο ΣΜΕ και όχι η υποχρέωση. Το ανάποδο δεν ισχύει. Με άλλα λόγια δεν μπορούμε να έχουμε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Δικαιώματα Προαίρεσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ (FORWARDS)

4.1.Εισαγωγικά Στοιχεία

4.1.1.Ορισμός

Ένα Προθεσμιακό Συμβόλαιο (Forward) είναι ένα συμβόλαιο με το οποίο ένας επενδυτής Α(αγοραστής, buyer) συμφωνεί με έναν άλλο επενδυτή Β (πωλητής, seller) να αγοράσει ο Α από τον Β ένα συγκεκριμένο προϊόν (υποκείμενη αξία, υποκείμενος τίτλος, υποκείμενο εργαλείο, underlying asset, underlying instrument) σε μια συγκεκριμένη τιμή (προθεσμιακή τιμή, forward rate) και σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία (ημερομηνία παράδοσης, ημερομηνία λήξης, delivery date) στο μέλλον.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1

Ένας ιδιοκτήτης καφεκοπτείου θα χρειαστεί μια προκαθορισμένη ποσότητα κόκκων καφέ σε έξι μήνες, καθώς πιστεύει ότι η τιμή του θα αυξηθεί. Ένας ιδιοκτήτης φυτείας καφέ, από την άλλη πλευρά, αναμένει ότι η τιμή του καφέ για τη σοδειά που θα πάρει σε έξι μήνες θα μειωθεί. Και οι δύο έχουν κοινό ενδιαφέρον για μια σταθερή εξέλιξη της τιμής του καφέ. Ο ιδιοκτήτης του καφεκοπτείου και ο ιδιοκτήτης της φυτείας καταλήγουν σε μια προθεσμιακή συναλλαγή: Συμφωνούν σήμερα για την παράδοση μιας καθορισμένης ποσότητας κόκκων καφέ, σε μια προκαθορισμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Έτσι, και οι δύο έχουν τη δυνατότητα να αντισταθμίσουν τον κίνδυνό τους.

Το βασικό στοιχείο της προθεσμιακής συναλλαγής είναι ότι εισάγεται μια χρονική υστέρηση μεταξύ της συμφωνίας του συμβολαίου και της εκπλήρωσής του. Το παραπάνω παράδειγμα αυτό είναι ενδεικτικό και ισχύει για όλα τα προϊόντα είτε αυτά είναι φυσικά (π.χ. πετρέλαιο, καφές) είτε χρηματοοικονομικά (νομίσματα, επιτόκια, μετοχές και δείκτες).

Ανάλογα με τον τρόπο διακανονισμού την ημερομηνία λήξης τους τα προθεσμιακά συμβόλαια διακρίνονται σε δύο είδη: αυτά που διακανονίζονται με φυσική παράδοση και αυτά που διακανονίζονται χρηματικά. Στα πρώτα απαιτείται φυσική παράδοση του υποκείμενου αγαθού την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου (πχ εάν το συμβόλαιο αναφέρεται σε πετρέλαιο θα πρέπει να παραδώσουμε την ακριβή ποσότητα και ποιότητα πετρελαίου στον τόπο που αναφέρει το συμβόλαιο). Αντίθετα, τα συμβόλαια που διακανονίζονται χρηματικά κατά την ημερομηνία λήξης δεν απαιτούν κάποια παράδοση του υποκείμενου αγαθού. Απλά η χρηματική διαφορά που προκύπτει από την ανειλημμένη θέση χρεώνεται ή πιστώνεται στο λογαριασμό των συναλλασσομένων.

Σε ένα forward λοιπόν:

1. Ο αγοραστής είναι υποχρεωμένος να αγοράσει στην ημερομηνία λήξης από τον πωλητή την υποκείμενη αξία στην προθεσμιακή τιμή.
2. Ο πωλητής είναι υποχρεωμένος να πουλήσει στην ημερομηνία λήξης στον αγοραστή την υποκείμενη αξία στην προθεσμιακή τιμή.

4.1.2. Χαρακτηριστικά

- Η συναλλαγή είναι ιδιωτική.
- Η συναλλαγή πολλές φορές δεν δημοσιοποιείται.
- Η ποσότητα και η ημερομηνία παράδοσης είναι στοιχεία διαπραγματεύσιμα.
- Το αντίτιμο του συμβολαίου καταβάλλεται στην λήξη.
- Συνήθως υπάρχει μια ημερομηνία παράδοσης.

Επειδή στα forwards υπάρχει δεσμευτική συμφωνία μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή τα forwards ονομάζονται και συχνά: Άνευ όρων προθεσμιακές συμφωνίες (δηλ. υποχρεωτικές συμφωνίες).

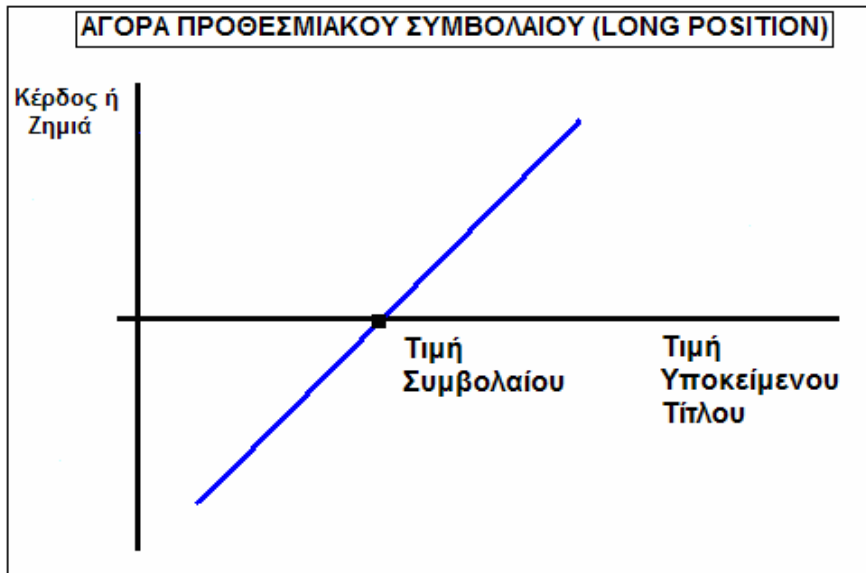
Ο όρος "θέση" όπως έχουμε πει περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που αναλαμβάνονται με την αγορά ή πώληση ενός χρηματοοικονομικού προϊόντος.

4.1.3. Θέσεις και Αποδόσεις των θέσεων σε Προθεσμιακά Συμβόλαια

Θέση Αγοράς (Long Position)

Θέση Αγοράς (Long position) σε forward παίρνει ο αγοραστής του.

Η απόδοση για την θέση αγοράς του forward είναι: $(S-X)$ όπου S είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου στην ημερομηνία λήξης και X είναι η προθεσμιακή τιμή. Διαγραμματικά η απόδοση για την θέση αγοράς φαίνεται παρακάτω (διάγραμμα 4.1.):



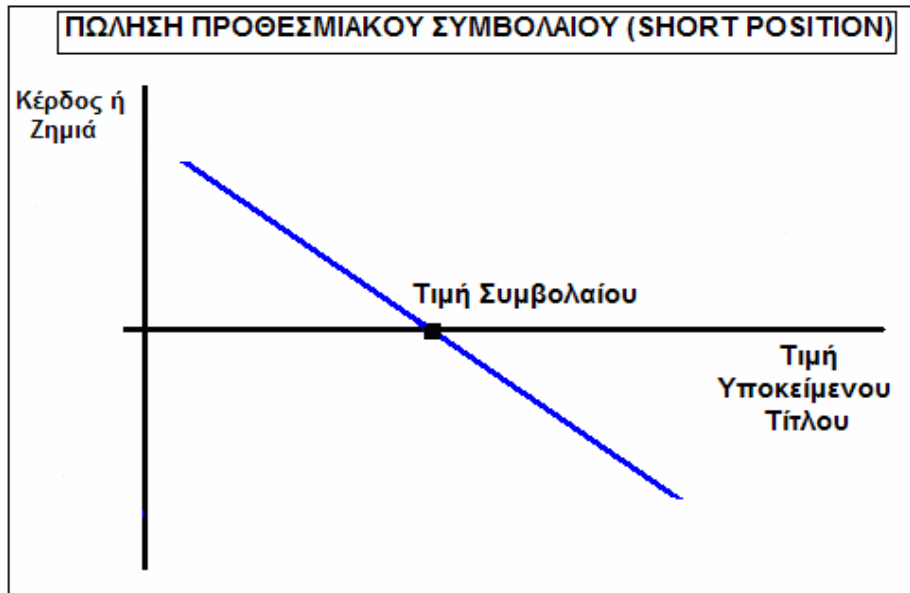
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1.

Ο αγοραστής ενός forward κερδίζει όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά την ημερομηνία παράδοσης είναι μεγαλύτερη από την προθεσμιακή τιμή, έχει απεριόριστο δυνητικό κέρδος και έχει περιορισμένη αλλά ενδεχομένως αρκετά μεγάλη δυνητική ζημιά

Θέση Πώλησης (Short Position)

Θέση πώλησης σε forward παίρνει ο πωλητής του.

Η απόδοση για την θέση πώλησης του forward είναι: $(X-S)$ όπου S είναι η τιμή του υποκείμενου τίτλου στην ημερομηνία λήξης και X είναι η προθεσμιακή τιμή. Διαγραμματικά η απόδοση για την θέση πώλησης φαίνεται παρακάτω (διάγραμμα 4.2.):



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2.

Ο πωλητής ενός forward κερδίζει όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά την ημερομηνία λήξης είναι μεγαλύτερη από την προθεσμιακή τιμή, έχει περιορισμένο αλλά ενδεχομένως αρκετά μεγάλο δυνητικό κέρδος και έχει απεριόριστη δυνητική ζημιά.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2

1/3/2007: Έστω ότι η τιμή της μετοχής XYZ σήμερα στο χρηματιστήριο είναι 100€

Επενδυτής Α: Αναμένει ότι η τιμή της XYZ θα ανέβει (π.χ. στα 130€) στο τέλος του μήνα, αλλά δεν έχει χρήματα να αγοράσει την μετοχή τώρα. Σκέφτεται ότι αν μπορούσε να αγοράσει τώρα την XYZ θα την πουλούσε στο τέλος του μήνα στα 130€ και θα είχε κέρδος 30€. Μια εναλλακτική λύση θα ήταν να μπορεί να αγοράσει στο τέλος του μήνα την μετοχή στα 100€ από κάποιον και να την πουλήσει κατ' ευθείαν στο χρηματιστήριο προς 130€ οπότε θα είχε πάλι κέρδος 30€

Επενδυτής B: Αναμένει ότι η τιμή της XYZ θα πέσει (π.χ. στα 70€) στο τέλος του μήνα. Σκέφτεται ότι αν μπορούσε να δανειστεί τώρα την XYZ θα την πουλούσε κατευθείαν στο χρηματιστήριο προς 100€. Στο τέλος του μήνα θα την αγόραζε από τον χρηματιστήριο προς 70€ και θα την επέστρεφε σε αυτόν από τον οποίον την δανείστηκε οπότε θα του έμενε κέρδος 30€. Μια εναλλακτική λύση θα ήταν να μπορεί να βρει κάποιον επενδυτή που να θέλει να αγοράσει την XYZ στο τέλος του μήνα προς 100€. Στην περίπτωση αυτή ο B θα αγόραζε την XYZ στο τέλος του μήνα προς 70€ από το χρηματιστήριο και θα την πουλούσε κατ' ευθείαν στον επενδυτή προς 100€ και πάλι θα είχε κέρδος 30€.

Ο A λοιπόν συμφωνεί με τον B να συνάψουν ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (forward) βάση του οποίου:

Ο A (αγοραστής) υποχρεούται αγοράσει την XYZ (υποκείμενος τίτλος) από τον B (πωλητής) στις 31/3/2005 (ημερομηνία παράδοσης) προς 100€ (προθεσμιακή τιμή).

ΣΕΝΑΡΙΟ A: Ο A προβλέπει σωστά και η XYZ στο τέλος του μήνα έχει τιμή 130€ στο χρηματιστήριο. Τότε:

- 1) Ο B αναγκάζεται να αγοράσει την XYZ από το χρηματιστήριο προς 130€
- 2) Ο B πουλάει στον A την XYZ προς 100€. Ο B λοιπόν χάνει 30€
- 3) Ο A πληρώνει 100€ για να πάρει την XYZ από τον B.
- 4) Ο A πουλάει την XYZ προς 130€ στο χρηματιστήριο και κερδίζει 30€

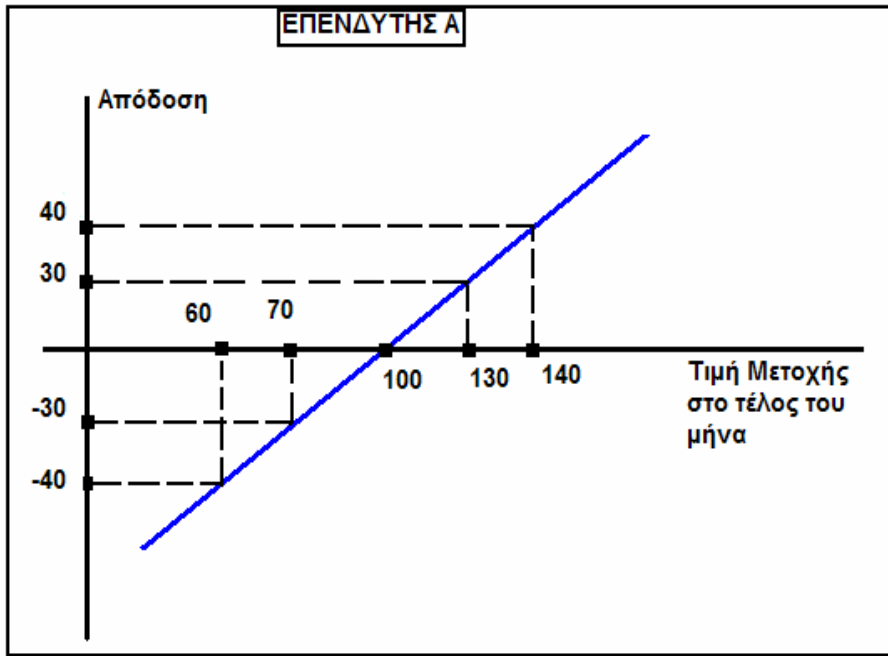
ΣΕΝΑΡΙΟ B: Ο B προβλέπει σωστά και η XYZ στο τέλος του μήνα έχει τιμή 70€ στο χρηματιστήριο. Τότε:

- 1) Ο B αγοράζει την XYZ από το χρηματιστήριο προς 70€
- 2) Ο B πουλάει αναγκαστικά την XYZ στον A προς 100€ και κερδίζει 30€
- 3) Ο A πληρώνει 100€ για να πάρει την XYZ από τον B την στιγμή που θα μπορούσε να πάρει την ίδια μετοχή προς 70€ κατ' ευθείαν από το χρηματιστήριο οπότε ουσιαστικά ο A χάνει 30€

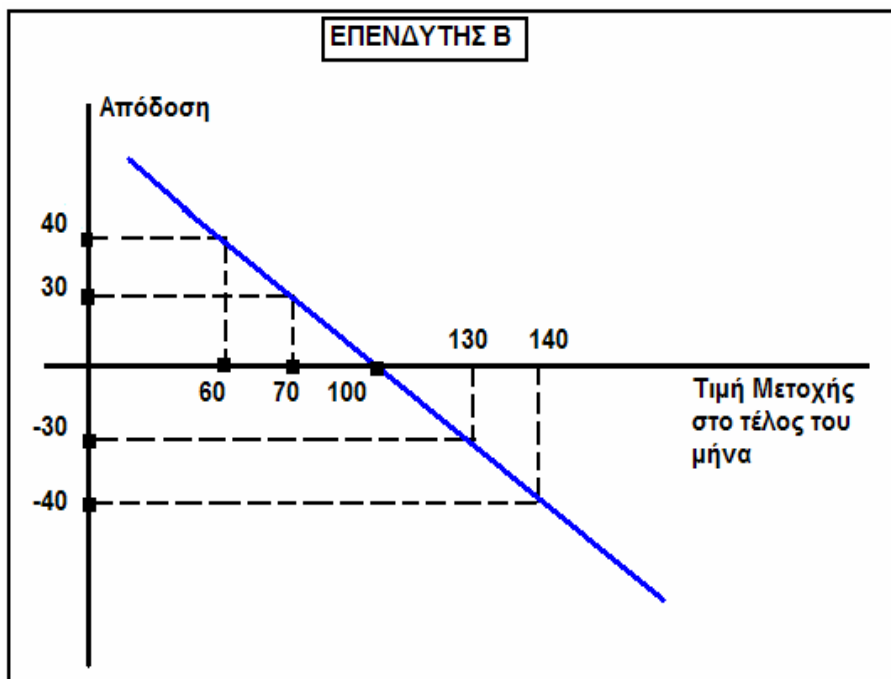
Η διαμόρφωση της τιμής της μετοχής σε συνάρτηση με το κέρδος ή την ζημιά των δύο επενδυτών παρουσιάζονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα (πίνακας 1). Το αρνητικό πρόσημο(-) δηλώνει τη ζημιά και το θετικό (+) το κέρδος του κάθε επενδυτή.

ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ Α	ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ Β
60€	-40€	40€
70€	-30€	30€
130€	30€	-30€
140€	40€	-40€

Τα κέρδη/ ζημιές λοιπόν που θα έχουν ο Α και ο Β στο τέλος του μήνα (31/3/2005) εξαρτώνται άμεσα από το ποια θα είναι η τιμή της XYZ στο τέλος του μήνα. Στα παρακάτω διαγράμματα (1,2,3) φαίνονται οι αποδόσεις των θέσεων του Α και του Β ως συνάρτηση της τιμής της XYZ στο τέλος του μήνα.

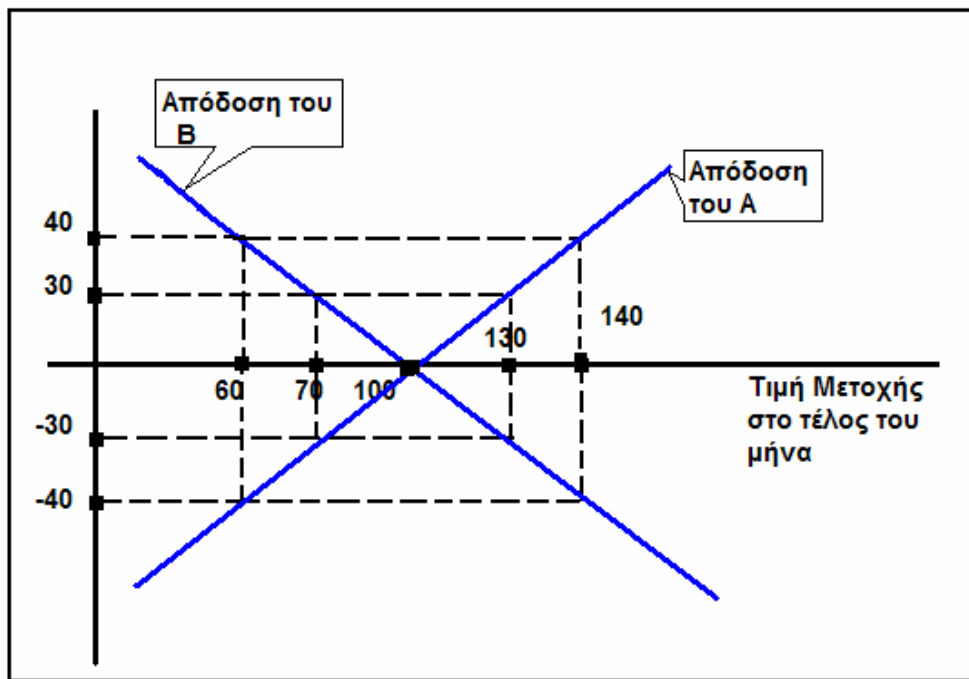


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

Ουσιαστικά το κέρδος του Α είναι ζημιά για τον Β και αντίστροφα:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3

4.2. Διαφορές μεταξύ Προθεσμιακών Συμβολαίων (forwards) και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures)

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) διαφέρουν από τα έξω-χρηματιστηριακά προθεσμιακά συμβόλαια (forwards) κυρίως λόγω του αρκετά μεγαλύτερου βαθμού τυποποίησης τους.

Γενικότερα:

- Σαν αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης σε οργανωμένα χρηματιστήρια τα ΣΜΕ είναι σε πολύ μεγάλο βαθμό **τυποποιημένα (standardized)**, σε σχέση με τα ΠΣ. Αυτό σημαίνει ότι οι όροι κάθε συμβολαίου (contract specification) πάνω στο ίδιο προϊόν είναι πανομοιότυποι. Η τυποποίηση των ΣΜΕ έχει κυρίως να κάνει με τρεις παράγοντες: **Πότε θα γίνει η παράδοση** (ακριβής μέρα και ώρα). Κάθε ΣΜΕ αναφέρεται

με τον μήνα παράδοσης του (π.χ. ένα ΣΜΕ Ιουλίου στο καλαμπόκι) και τα χρηματιστήρια στα οποία διαπραγματεύονται τα ΣΜΕ ορίζουν την ακριβή περίοδο (μέρα ή εβδομάδα) κατά τον μήνα παράδοσης που θα παραδοθεί το προϊόν. Οι μήνες παράδοσης διαφέρουν από αγορά σε αγορά ή προϊόν σε προϊόν και επιλέγονται για να αντικατοπτρίζουν τις ανάγκες των συμμετεχόντων στην αγορά. **Που θα γίνει η παράδοση (ακριβής τόπος).** Τα χρηματιστήρια στα οποία διαπραγματεύονται τα ΣΜΕ ορίζουν επίσης τον ακριβή τόπο στον οποίο θα γίνει η παράδοση. **Τι θα παραδοθεί.** Τα χρηματιστήρια στα οποία διαπραγματεύονται τα ΣΜΕ ορίζουν και τα χαρακτηριστικά του προϊόντος που είναι προς παράδοση.

- Ωστόσο τα ΠΣ προσαρμόζονται ευκολότερα στις μεμονωμένες ανάγκες κάθε επενδυτή.
- Η ετερογενής φύση των ΠΣ τα καθιστά εφαρμόσιμα σε μια μεγάλη ποικιλία διαφορετικών σκοπών, αλλά την ίδια ώρα περιορίζει την εμπορευσιμότητα τους κατά την διάρκεια τη ζωής τους.
- Τα ΣΜΕ και τα ΠΣ είναι συμβόλαια στα οποία μια υποχρέωση συνδέεται με μια αντισταθμιστική αντίθετη υποχρέωση.
- Ένα βασικό χαρακτηριστικό των ΣΜΕ είναι η συμμετρία των ζημιών / κερδών.

Οι διαφορές μεταξύ των Προθεσμιακών Συμβολαίων και των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης φαίνονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα:

	Προθεσμιακά Συμβόλαια	Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης
Είδος συμβολαίου	Ιδιαίτερο, εξατομικευμένο	Τυποποιημένο
Εκπλήρωση	Σχεδόν 100 %	Μόνο 2-5 %
Είδος συναλλαγών	Εξωχρηματιστηριακά	Στο Χ.Π.Α.
Πιστωτικός κίνδυνος	Και οι δυο αντισυμβαλλόμενοι	ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.
Ρευστότητα	Ιδιαίτερα χαμηλή	Υψηλή
Ελάχιστες καταθέσεις	Κατά περίπτωση	Τυποποιημένες
Χρηματοροές	Κατά την παράδοση	Καθημερινός διακανονισμός

4.3. Διαφορές Προθεσμιακών και Μελλοντικών Συμβολαίων Συναλλάγματος

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης ή μελλοντικά συμβόλαια, αφορούν αγορά συναλλάγματος συγκεκριμένου όγκου, σε συγκεκριμένες ημερομηνίες (όπως Μάρτης, Ιούνιος, Σεπτέμβρης, Δεκέμβρης για τις Η.Π.Α.). Η διαφορά τους με τα Προθεσμιακά Συμβόλαια είναι: 1) για τα μελλοντικά συμβόλαιο πρέπει να γίνει εκ των προτέρων κατάθεση και όχι με τη λήξη του συμβολαίου, 2) υπάρχει ένα περιθώριο (Advance margin payment) το οποίο μεταβάλλεται αν η ισοτιμία κινηθεί προς αντίθετη κατεύθυνση. Ο επενδυτής πληρώνει ζημιά σ' αυτή την περίπτωση, 3) τα μελλοντικά συμβόλαια λήγουν σε

συγκεκριμένες ημερομηνίες, 4) διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο (όχι ακόμα στο ελληνικό), ενώ οι προθεσμιακές συμβάσεις στο τραπεζικό σύστημα.

Οι διαφορές μεταξύ των Προθεσμιακών Συμβολαίων και των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης Συναλλάγματος φαίνονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα:

Διαφορές Forward και Futures Συμβολαίων Συναλλάγματος

Forward	Futures
Δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια	Διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια
Αυτό-ρυθμιζόμενη αγορά	Το χρηματιστήριο καθορίζει τους κανόνες διαπραγμάτευσης. Οργανισμοί εποπτείας.
Περισσότερο από το 90% εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση	Λιγότερο από 1% εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση
Διαφόρων μεγεθών, ανάλογα με τον πελάτη	Τυποποιημένα σε μέγεθος
Συμβόλαια με παράδοση οποιαδήποτε ημέρα	Συγκεκριμένες ημέρες παράδοσης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο

ΑΝΤΑΛΛΑΓΕΣ (SWAPS)

5.1. Εισαγωγικά Στοιχεία

Ανταλλαγή (swap) είναι η αγορά ενός χρηματοοικονομικού στοιχείου σε τιμή spot (αξίας δύο ημερών) και η ταυτόχρονη συμφωνία για την πώληση αυτού σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον με προθεσμιακή τιμή. Στην ουσία είναι μια συμφωνία ανταλλαγής υποχρεώσεων η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε βραχυπρόθεσμη επένδυση προθεσμιακού χαρακτήρα.

Στην ανταλλαγή (swap) έχουμε δύο σκέλη:

- α)** μία πράξη αξίας δύο ημερών (short leg) και
- β)** μία προθεσμιακή πράξη (long leg) που αντιστρέφει την πρώτη πράξη.

Οι ανταλλαγές (Swaps) στην πλειοψηφία τους διαπραγματεύονται εκτός Χρηματιστηρίων Παραγώγων, αλλά χρησιμοποιούνται αρκετά στις Τράπεζες. Ένας από τους κύριους λόγους χρησιμοποίησης τους είναι η κάλυψη του κινδύνου που παρέχουν και η οποία προκύπτει από τη μεταβλητότητα των τιμών. Επίσης δίνουν στον επενδυτή την δυνατότητα να επενδύσει τα κεφάλαιά του για σύντομο χρονικό διάστημα, συνήθως μέχρι 3 μήνες, για να πετύχει σίγουρες ελκυστικές αποδόσεις.

Κάθε ανταλλαγή (swap) αποτελεί ένα μοναδικό συμβόλαιο. Εάν ένας επενδυτής θελήσει να βγει από αυτό το συμβόλαιο, μπορεί να το κάνει είτε συμφωνώντας αμοιβαία με τον αντισυμβαλλόμενο του για το «σπάσιμο» του, είτε μεταβιβαζοντας το μερίδιο του σε έναν τρίτο, έχοντας πάντα με την συγκατάβαση του αλλού μέρους.

Δύο είναι οι κύριες κατηγορίες ανταλλαγών: οι ανταλλαγές επιτοκίων (interest rate swap) και οι ανταλλαγές νομισμάτων ή συναλλάγματος (currency swaps ή cross currency swaps).

5.2. Ανταλλαγές Επιτοκίων (Interest Rate Swaps)

Interest rate swap (IRS) είναι μία συμφωνία μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων για να ανταλλάσσουν περιοδικά και εντός ενός προκαθορισμένου χρονικού διαστήματος πληρωμές σταθερού επιτοκίου έναντι πληρωμών κυμαινόμενου επιτοκίου στο ίδιο νόμισμα που υπολογίζεται με αναφορά σε ένα συμφωνημένο θεωρητικό ποσό κεφαλαίου (notional amount). Συνήθως το κυμαινόμενο επιτόκιο είναι το Libor. Το ποσό του κεφαλαίου ποτέ δεν ανταλλάσσεται με φυσικό τρόπο αλλά χρησιμοποιείται απλά για να υπολογισθούν οι πληρωμές των επιτοκίων. Το μόνο χρήμα που ανταλλάσσεται μεταξύ των αντισυμβαλλομένων είναι οι καθαρές πληρωμές επιτοκίων. Δηλαδή πριν να γίνει η ανταλλαγή αυτών πραγματοποιείται ο συμψηφισμός των χρεωστικών και πιστωτικών θέσεων. Ο σκοπός αυτού του swap είναι ο μετασχηματισμός μιας υποχρέωσης σταθερού επιτοκίου σε μια υποχρέωση κυμαινόμενου επιτοκίου και αντίστροφα. Μπορεί να έχουμε όμως και ανταλλαγή κυμαινόμενων επιτοκίων. Διακρίνουμε τα εξής είδη του interest rate swap:

5.2.1. Ανταλλαγές υποχρεώσεων (Liability Swaps)

Είναι το swap που μετατρέπει ένα σταθερό (κυμαινόμενο) κουπόνι στοιχείων παθητικού σε ένα κυμαινόμενο (σταθερό) κουπόνι στοιχείων παθητικού. Οι τόκοι που ανταλλάσσονται σχετίζονται με δανεισμό ή γενικότερα με ποσά άντλησης κεφαλαίων, δηλαδή με υποχρεώσεις. Οι ανταλλαγές υποχρεώσεων αναλύονται με τη σειρά τους σε δυο υποκατηγορίες.

a) Ανταλλαγές σταθερού/κυμαινόμενου επιτοκίου (Plain vanilla swaps)

Οι ανταλλασσόμενοι τόκοι προέρχονται από μια υποχρέωση (δάνειο) με σταθερό επιτόκιο και μια υποχρέωση (δάνειο) με κυμαινόμενο επιτόκιο. Οι πληρωμές του επιτοκίου εκφράζονται σε διαφορετικά νομίσματα και ανταλλάσσεται σταθερό προς

κυμαινόμενο επιτόκιο όπως για παράδειγμα σταθερό επιτόκιο δολαρίου ΗΠΑ με κυμαινόμενο επιτόκιο ελβετικού φράγκου (libor).

β) Ανταλλαγές κυμαινόμενου/ κυμαινόμενου επιτοκίου (Basis swaps)

Οι ανταλλασσόμενοι τόκοι προέρχονται από υποχρεώσεις (δάνεια) με κυμαινόμενο επιτόκιο που συνδέονται σε διαφορετική βάση αναφοράς, δηλαδή ανταλλάσσονται δυο διαφορετικά κυμαινόμενα επιτόκια δυο διαφορετικών νομισμάτων, όπως για παράδειγμα κυμαινόμενο επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Euribor) με κυμαινόμενο επιτόκιο ελβετικού φράγκου (libor).

5.2.2. Ανταλλαγές στοιχείων Ενεργητικού ή Επενδύσεων (Asset Swaps)

Είναι το swap που μετατρέπει ένα σταθερό (κυμαινόμενο) κουπόνι στοιχείων ενεργητικού σε ένα κυμαινόμενο (σταθερό) κουπόνι στοιχείων ενεργητικού. Οι τόκοι που ανταλλάσσονται σχετίζονται με επενδύσεις ή γενικότερα με τοποθετήσεις κεφαλαίων που δημιουργούν απαιτήσεις. Οι ανταλλαγές στοιχείων Ενεργητικού ή Επενδύσεων αναλύονται με τη σειρά τους σε δυο υποκατηγορίες.

α) Ανταλλαγές σταθερού/κυμαινόμενου επιτοκίου (Plain vanilla swaps)

Οι ανταλλασσόμενοι τόκοι προέρχονται από μια επένδυση (στοιχείων του ενεργητικού ή του χαρτοφυλακίου) με σταθερό επιτόκιο, με τους τόκους μιας άλλης επένδυσης με κυμαινόμενο επιτόκιο

β) Ανταλλαγές κυμαινόμενου/ κυμαινόμενου επιτοκίου (Basis swaps)

Οι ανταλλασσόμενοι τόκοι προέρχονται από επενδύσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο που είναι συνδεδεμένο σε διαφορετική βάση

αναφοράς, όπως για παράδειγμα Athibor με επιτόκιο έντοκων γραμματίων.

Σε όλες τις παραπάνω κατηγορίες , ανάλογα με τις συνθήκες και τους συγκεκριμένους κάθε φορά στόχους η ανταλλαγή μπορεί να αποβλέπει:

- Ø Σε αντιστάθμιση του κινδύνου επιτοκίου (hedging)
- Ø Σε κερδοσκοπία (speculation)
- Ø Σε εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)
- Ø Σε μείωση του κόστους δανεισμού λόγω πιθανού πλεονεκτήματος των οικονομικών μονάδων σε διαφορετικές αγορές.

Όπως σε όλα τα παράγωγα, οι θέσεις στις ανταλλαγές επιτοκίων αναλύονται σε θετικές και αρνητικές. Για παράδειγμα, στην περίπτωση της ανταλλαγής σταθερού/ κυμαινόμενου επιτοκίου ο αντισυμβαλλόμενος που καταβάλλει το σταθερό επιτόκιο και λαμβάνει κυμαινόμενο θεωρείται ο αγοραστής του swar και κατέχει μια θετική θέση στο σταθερό επιτόκιο, ισόποση με το ονομαστικό ή πλασματικό ποσό, έως την περίοδο ανανέωσης του επιτοκίου και μία αρνητική θέση, ισόποση με το πλασματικό ποσό, στο σταθερό επιτόκιο για μια περίοδο , έως τη λήξη του swar. Αντίθετα, αυτός που πληρώνει το κυμαινόμενο επιτόκιο, θεωρείται πωλητής του swar και κατέχει αρνητική θέση.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (LIABILITY SWAP)

Ανταλλαγή σταθερού/ κυμαινόμενου επιτοκίου

Υποθέτουμε ότι οι όροι δανεισμού για δυο επιχειρήσεις την Επιχείρηση Α και την Επιχείρηση Β, είναι:

Επιχείρηση Α: Σταθερό 12,25 %, Κυμαινόμενο Libor + 0,5%

Επιχείρηση Β: Σταθερό 11,25 %, Κυμαινόμενο Libor

Αν υποθέσουμε ότι οι δυο εταιρείες επιθυμούν ισόποσο δανεισμό και για το ίδιο χρονικό διάστημα, μπορεί να διαμορφωθεί μια ανταλλαγή επιτοκίων, ώστε να προκύψει όφελος και για τις δυο εταιρίες. Μια τέτοια συμφωνία ανταλλαγής μπορεί να περιλαμβάνει τους παρακάτω όρους:

- § Η Επιχείρηση Α δανείζεται από την τράπεζα Α με κυμαινόμενο επιτόκιο Libor + 0,5%.
- § Η Επιχείρηση Β δανείζεται από την τράπεζα Β με σταθερό επιτόκιο 11,25%.
- § Η Επιχείρηση Β καταβάλλει στην Επιχείρηση Α κυμαινόμενο επιτόκιο Libor.
- § Η Επιχείρηση Α καταβάλλει στην Επιχείρηση Β σταθερό επιτόκιο 11,5%.

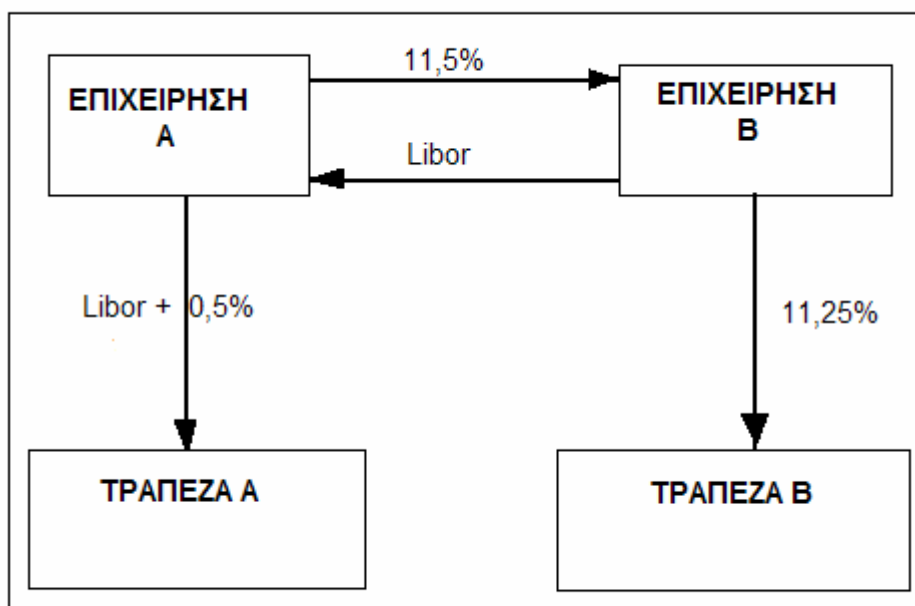
Με δεδομένο ότι η επιχείρηση Α επιθυμεί να δανειστεί με σταθερό επιτόκιο και η Επιχείρηση Β με κυμαινόμενο επιτόκιο και ότι το ποσό και η περίοδος δανεισμού ταυτίζονται, τα αποτελέσματα της συγκεκριμένης ανταλλαγής απεικονίζονται στους πίνακες και στο διάγραμμα που ακολουθούν.

ΕΠΙΤΟΚΙΟ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Α	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Β	ΔΙΑΦΟΡΑ
----------	--------------	--------------	---------

ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Σταθερό	12,25%	11,25%	1%
Κυμαινόμενο	Libor +0,5%	Libor	0,5%
ΔΙΑΦΟΡΑ			ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ
0,5%			

Πίνακας 1



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1
ΑΝΤΑΛΛΑΓΗ ΣΤΑΘΕΡΟΥ/ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ

Οι χρηματικές ροές (τόκοι) και το κέρδος των δυο εταιρειών, βάσει των παραπάνω είναι:

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Α	
Καταβάλλει στην ΤΡΑΠΕΖΑ Α	Libor+0,5%
Λαμβάνει από την ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Β	Libor
Ζημιά	0,5%
Καταβάλλει στην ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Β	<u>11,5%</u>
Τελικό Κόστος Δανεισμού	12%
Τελικό Όφελος	12%
Το 12,25% είναι το σταθερό επιτόκιο που μπορούσε να επιτύχει χωρίς την ανταλλαγή, με δεδομένη την επιθυμία της να δανειστεί με σταθερό επιτόκιο.	

Πίνακας 2

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Β	
Καταβάλλει στην ΤΡΑΠΕΖΑ Β	11,25%
Λαμβάνει από την ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Α	<u>11,5%</u>
Κέρδος	0,25%
Καταβάλλει στην ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Α	<u>Libor</u>
Τελικό Κόστος Δανεισμού	<u>Libor-0,25%</u>
Τελικό Όφελος	(Libor)-[(Libor-0,25%)]= 0,25%
Το Libor είναι το κυμαινόμενο επιτόκιο που μπορεί να επιτύχει η επιχείρηση χωρίς την ανταλλαγή, με δεδομένη την επιθυμία της να δανειστεί με κυμαινόμενο επιτόκιο.	

Πίνακας 3

Το συνολικό όφελος ανέρχεται σε 1% και προκύπτει από τη διαφορά των δυο κυμαινόμενων επιτοκίων και των δυο σταθερών επιτοκίων. Συνοπτικά η συγκεκριμένη ανταλλαγή απεικονίζεται στον πίνακα 4 που ακολουθεί.

	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Α	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ Β
ΔΑΝΕΙΖΕΤΑΙ SWAP ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟ LIBOR+0,5% ΠΛΗΡΩΝΕΙ ΣΤΗΝ Β 11,5%	ΣΤΑΘΕΡΟ +11,25 % ΠΛΗΡΩΝΕΙ ΣΤΗΝ Α: LIBOR
ΑΡΧΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ – ΚΟΣΤΟΣ	ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΟΥ: LIBOR+0,5% ΛΑΜΒΑΝΕΙ ΑΠΟ Β: LIBOR ΖΗΜΙΑ 0,5%	ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΟΥ: 11,25% ΛΑΜΒΑΝΕΙ ΑΠΟ Α: 11,5% ΚΕΡΔΟΣ 0,5%
ΤΕΛΙΚΟ ΟΦΕΛΟΣ- ΚΟΣΤΟΣ	ΖΗΜΙΑ 0,5% ΠΛΗΡΩΝΕΙ ΣΤΗΝ Β: 11,5% ΟΦΕΛΟΣ 0,25% (12,25)- (11,5%)+ (0,5%)	ΟΦΕΛΟΣ 0,25% ΠΛΗΡΩΝΕΙ ΣΤΗΝ Α: LIBOR ΟΦΕΛΟΣ 0,25% (LIBOR)- (LIBOR) + (0,25%)

Πίνακας 4

5.3. Ανταλλαγές Νομισμάτων (Currency Swaps)

Currency Swap είναι το swap στο οποίο συμφωνείτε ανταλλαγή του κεφαλαίου και των τόκων ενός νομίσματος με το κεφάλαιο και τους τόκους ενός άλλου νομίσματος. Αναλυτικά, οι πληρωμές πραγματοποιούνται σε τρία στάδια:

1) κατά την έναρξη, γίνεται η ανταλλαγή κεφαλαίων με βάση τη συμφωνημένη ισοτιμία.

2) κατά τη διάρκεια της σύμβασης, γίνεται η τακτική ανταλλαγή των τόκων.

3) στη λήξη, γίνεται η επανανταλλαγή των κεφαλαίων με την ίδια ισοτιμία που χρησιμοποιήθηκε στο πρώτο στάδιο.

Οι ανταλλαγές νομισμάτων , με κριτήριο τα επιτόκια των δυο ποσών , μπορούν να καταταγούν σε τρεις βασικές διαφορετικές κατηγορίες.

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

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

§ Ανταλλαγές νομισμάτων κυμαινόμενου / κυμαινόμενου επιτοκίου, όπου το ποσό της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει ενός κυμαινόμενου επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει ενός δευτέρου κυμαινόμενου επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα.

Αποτελούν δηλαδή οι ανταλλαγές συναλλάγματος ή νομισμάτων συμβάσεις για ανταλλαγή χρηματικών ροών συνδεδεμένων σε διαφορετικά νομίσματα.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ (CURRENCY SWAP)

Ανταλλαγή σταθερού/ σταθερού επιτοκίου

Η **επιχείρηση ABΓ** είναι ελληνική επιχείρηση, έχει δηλαδή εγχώριο νόμισμα το ευρώ και τα έσοδα της εκφράζονται σε ευρώ. Έχει συνάψει δάνειο σε συνάλλαγμα (USD) – θέση short – με τράπεζα του εξωτερικού, διάρκειας ενός έτους, ύψους 1.000.000. Το επιτόκιο δανείου συναλλάγματος είναι 6%. Η πληρωμή των τόκων του δανείου θα γίνει στο τέλος του έτους (μια εκτοκιστική περίοδος)

Η **επιχείρηση ΧΨΩ** είναι αμερικανική επιχείρηση, έχει δηλαδή εγχώριο νόμισμα το δολάριο (USD) και τα έσοδα της εκφράζονται σε USD. Έχει χρηματοδοτηθεί σε EUR – θέση short – με διάρκεια χρηματοδότησης ένα έτος και με ύψος χρηματοδότησης 1.100.000 ευρώ. Το επιτόκιο χρηματοδοτήσεων σε ευρώ είναι 8%.

Η τρέχουσα **ισοτιμία USD/EUR** είναι **1,10**.

Τόσο η μια όσο και η άλλη επιχείρηση, δεδομένου ότι έχουν χρηματοδοτηθεί σε ξένο νόμισμα (κάτι το οποίο μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους όπως π.χ. χαμηλότερο επιτόκιο, ευκολότερη πρόσβαση στην αγορά κλπ.), αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο ζημιών λόγω πιθανής, αντίθετης με τις θέσεις τους μεταβολής της ισοτιμίας USD/EUR κατά το χρόνο αποπληρωμής των δανείων. Συγκεκριμένα:

ΚΙΝΔΥΝΟΣ ABΓ: Αφού η χρήση του δανείου θα γίνει σε EUR και η αποπληρωμή του δανείου και των τόκων θα πραγματοποιηθεί επίσης σε EUR, τα οποία στη λήξη του δανείου θα μετατραπούν σε USD, μια πιθανή διολίσθηση του EUR έναντι του USD, πέρα από ένα ποσοστό, καθιστά την δανειοδότηση σε συνάλλαγμα ασύμφορη και πιθανών να οδηγήσει σε σημαντικού ύψους ζημιές την επιχείρηση. Αντίθετα μια ανατίμηση του EUR έναντι του USD καθιστά τη δανειοδότηση σε συνάλλαγμα πιο συμφέρουσα από τη χρηματοδότηση σε EUR

και δημιουργεί σημαντικά κέρδη, προερχόμενα από τις πιστωτικές συναλλαγματικές διαφορές.

ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΨΩ: Η αμερικανική επιχείρηση ευνοείται από τις αντίθετες διακυμάνσεις της ισοτιμίας USD/EUR από αυτές που ευνοείται η ελληνική.

Με βάση τα παραπάνω, οι δυο επιχειρήσεις, εφόσον επιθυμούν να αποφύγουν τον συναλλαγματικό κίνδυνο, μπορούν να τον αντισταθμίσουν. Η ανταλλαγή μπορεί να γίνει είτε με απευθείας επικοινωνία των δύο επιχειρήσεων, κάτι αρκετά δύσκολο, ή έμμεσα με την παρέμβαση κάποιου εξειδικευμένου χρηματοοικονομικού οργανισμού, του swap dealer που μπορεί να είναι π.χ. μια τράπεζα που λειτουργεί σαν μεσολαβητής, συνήθως έναντι μιας προμήθειας, διευκολύνοντας με την παρέμβαση της τη σύναψη της ανταλλαγής.

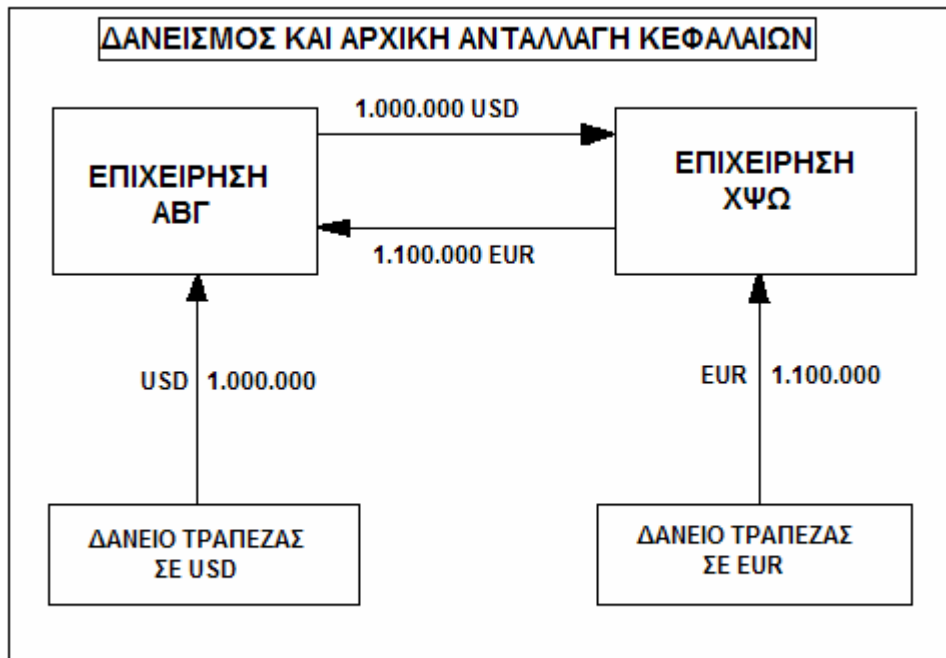
Τα στάδια της ανταλλαγής είναι τα εξής:

- § Αμέσως μετά την εκταμίευση του δανείου από την τράπεζα η επιχείρηση ΑΒΓ (ελληνική επιχείρηση) ανταλλάσει με την επιχείρηση ΧΨΩ USD 1.000.000 με το ισότιμο σε EUR , βάσει της τρέχουσας ισοτιμίας USD/EUR 1,10. Δηλαδή παραδίδει στην επιχείρηση ΧΨΩ USD 1.000.000 και λαμβάνει 1.100.000 EUR, ποσό το οποίο η επιχείρηση ΧΨΩ μόλις έχει εκταμιεύσει από την τράπεζα της.
- § Η επιχείρηση ΑΒΓ στο τέλος της περιόδου (12μηνο) ανταλλάσει τους τόκους με την επιχείρηση ΧΨΩ, δηλαδή παραδίδει ποσό 88.000 EUR και λαμβάνει USD 60.000. Τα ποσά αυτά καταβάλλονται στις τράπεζες από τις οποίες έχουν ληφθεί τα δάνεια και εξοφλούνται οι τόκοι.
- § Στην λήξη του δανείου (12μηνο) οι δύο επιχειρήσεις ανταλλάσσουν τα αρχικά κεφάλαια, δηλαδή η επιχείρηση ΑΒΓ επιστρέφει στην επιχείρηση ΧΨΩ 1.100.000 EUR και λαμβάνει 1.000.000 USD, με τα οποία εξοφλούν στις τράπεζες τους το κεφάλαιο των δύο δανείων.

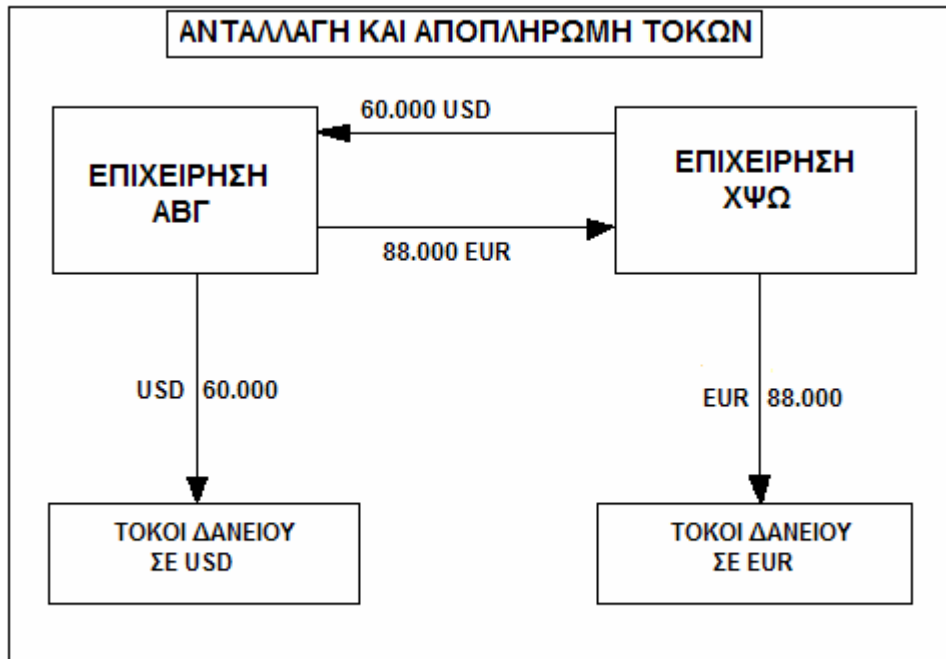
Τα κεφάλαια που ανταλλάχθηκαν στο τέλος της περιόδου είναι τα αρχικά, δηλαδή 1.100.000 EUR και 1.000.000 USD, χωρίς να επηρεασθούν από τις

ισοτιμίες της συγκεκριμένης ημέρας. Δηλαδή τα ανταλλασσόμενα ποσά δεν επηρεάζονται από τις ισοτιμίες των δύο νομισμάτων, όποιες και αν είναι αυτές στο τέλος της περιόδου.

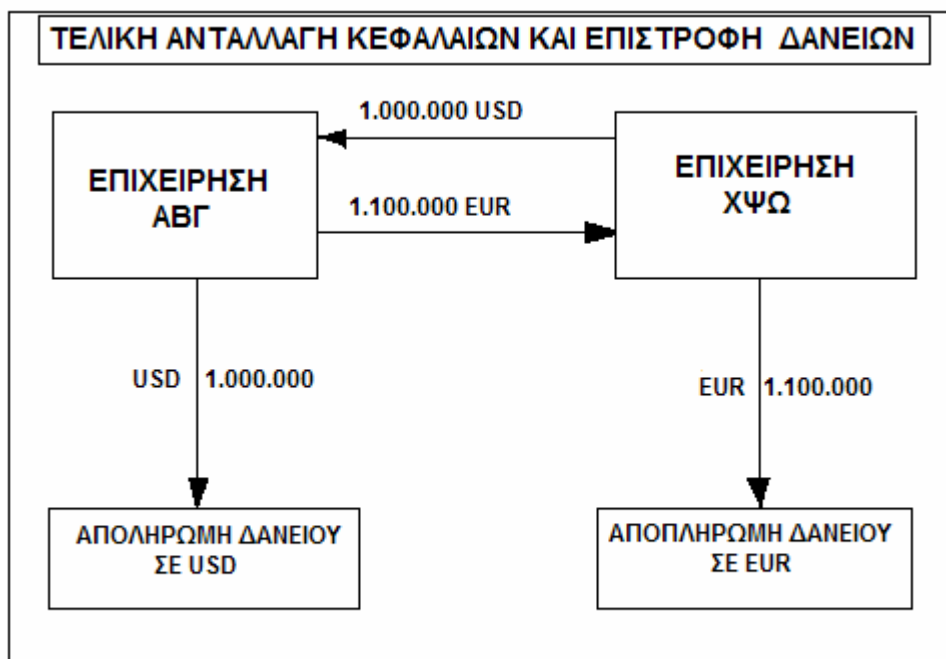
Τα στάδια που ακολούθησε η συγκεκριμένη ανταλλαγή διαγραμματικά έχουν ως εξής:



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3

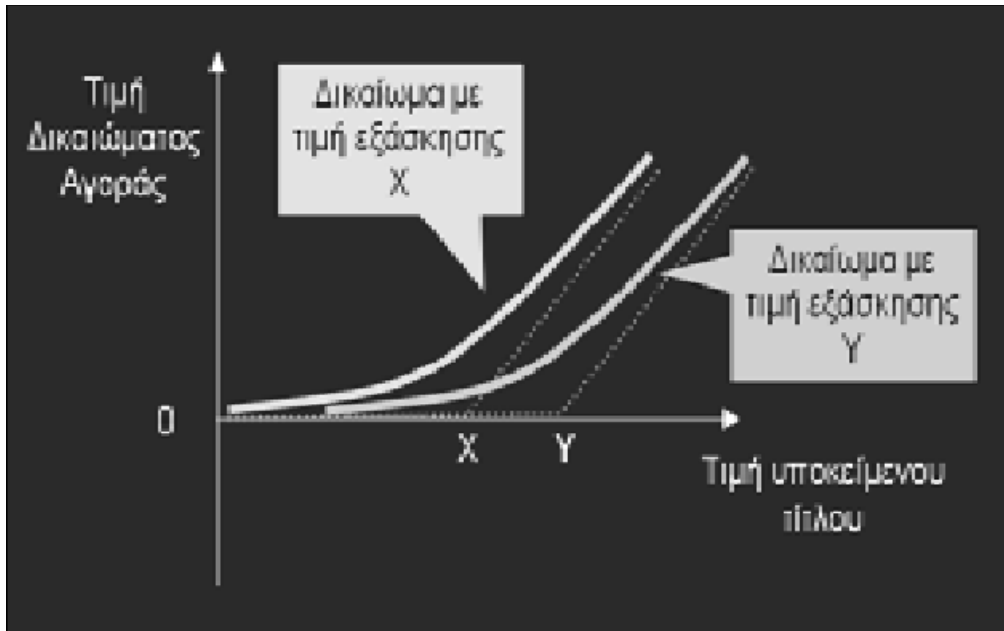


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4

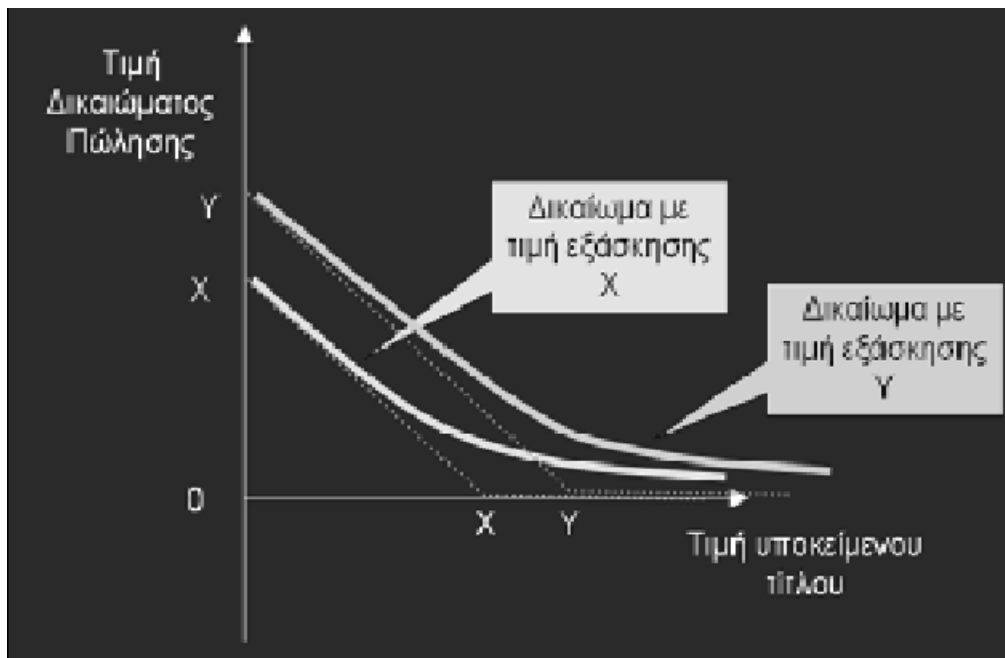
Τελικά οι δυο επιχειρήσεις πέτυχαν την αντιστάθμιση του κινδύνου συναλλάγματος εξασφαλίζοντας ή κλειδώνοντας την παραπάνω προθεσμιακή ισοτιμία. Εάν δεν προέβαιναν στην συγκεκριμένη πράξη swap θα ήταν εκτεθειμένες στον κίνδυνο να αντιμετωπίσουν μια προθεσμιακή ισοτιμία πολύ

υψηλότερη από τη διαμορφωθείσα με βάση τη διαφορά στο ύψος των επιτοκίων.

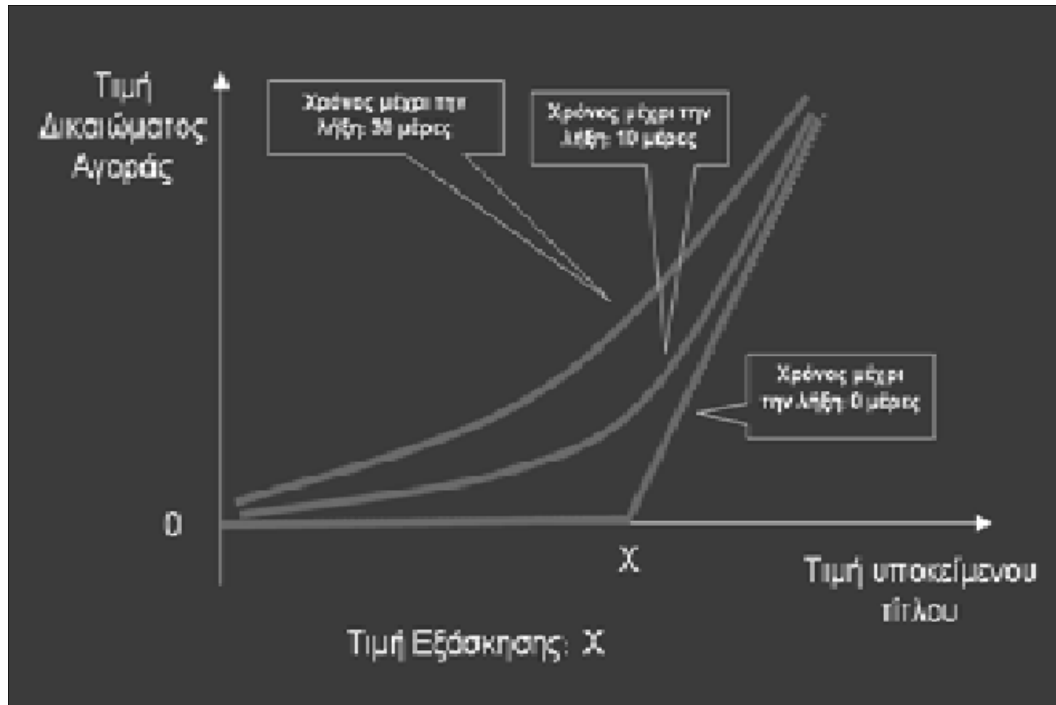
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ



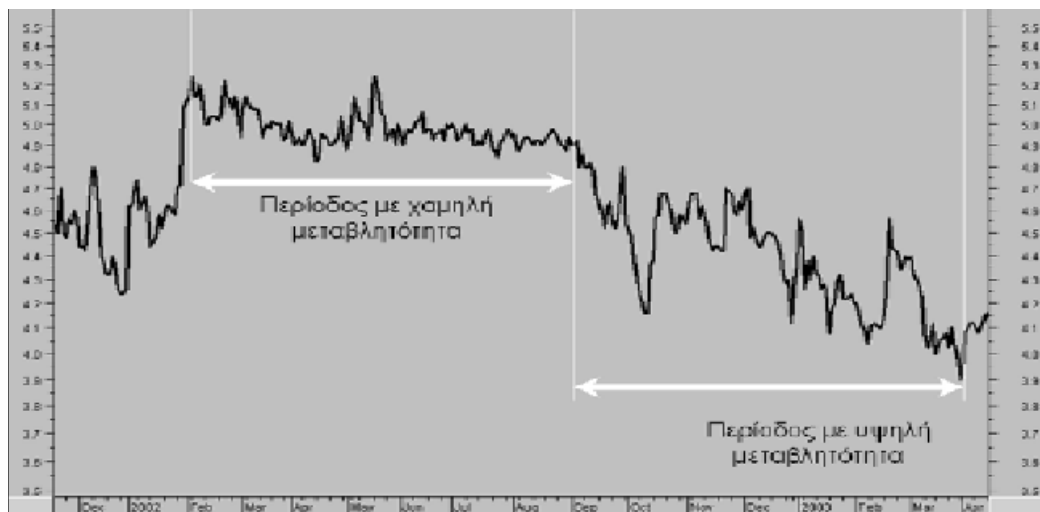
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1



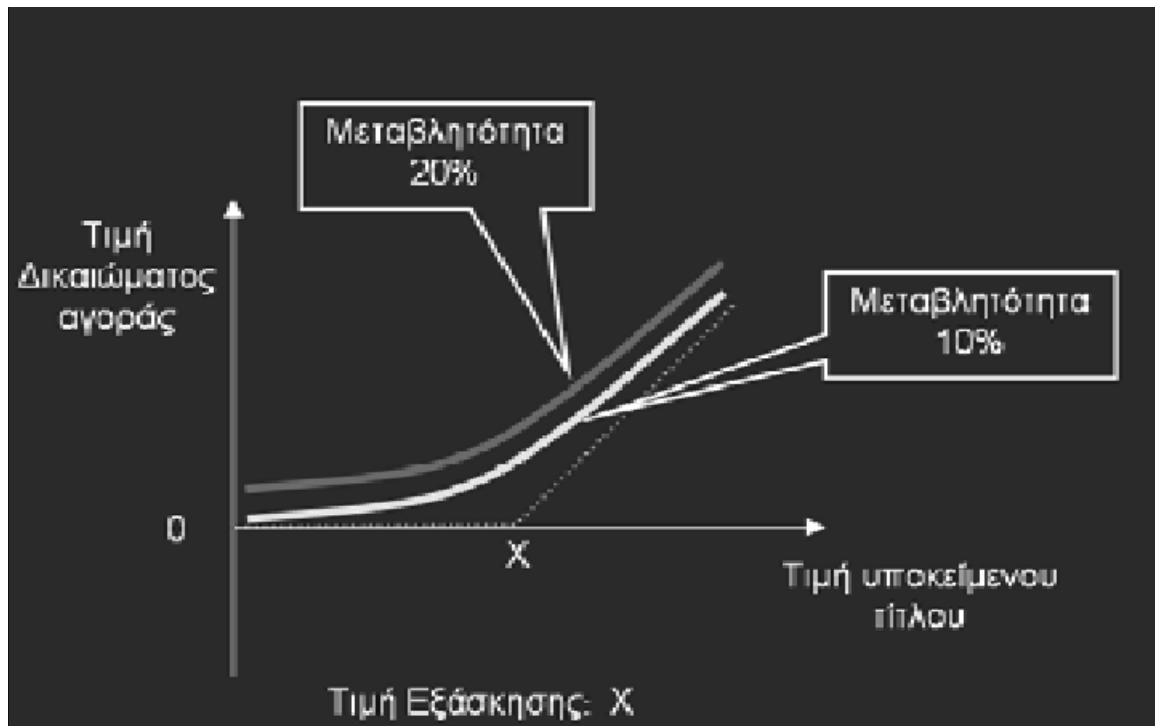
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2



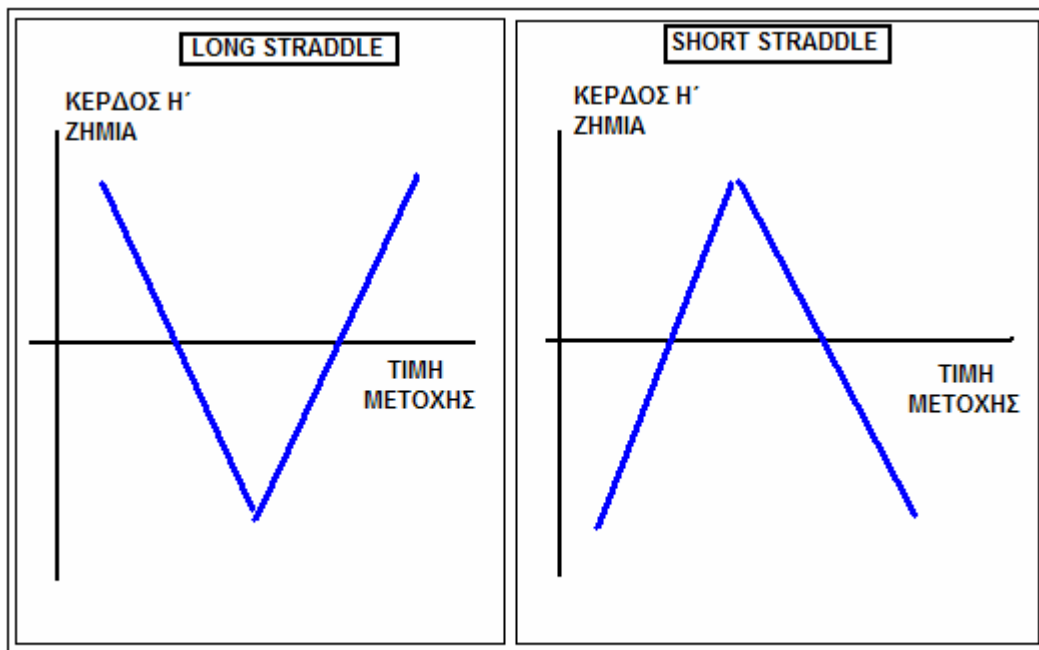
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3



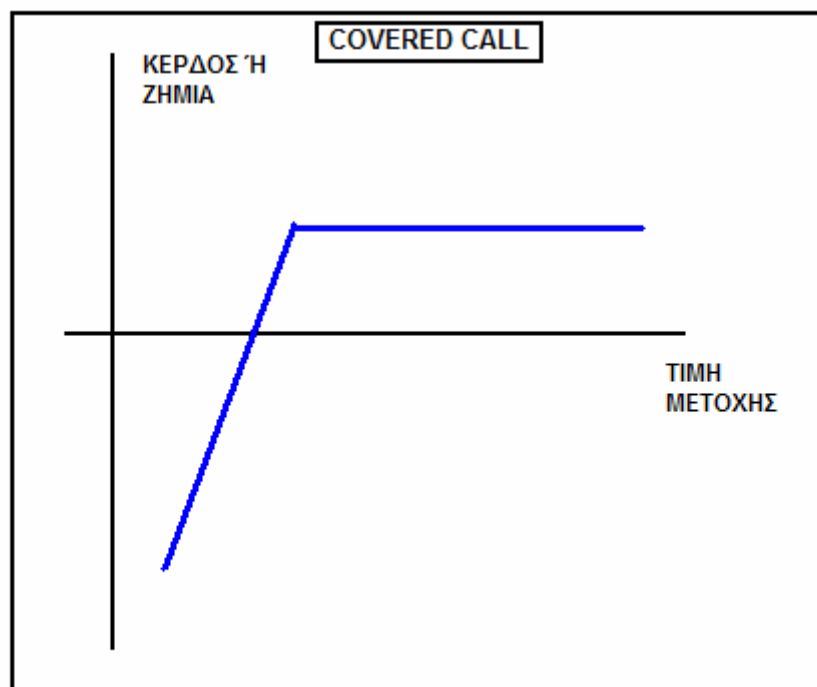
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4



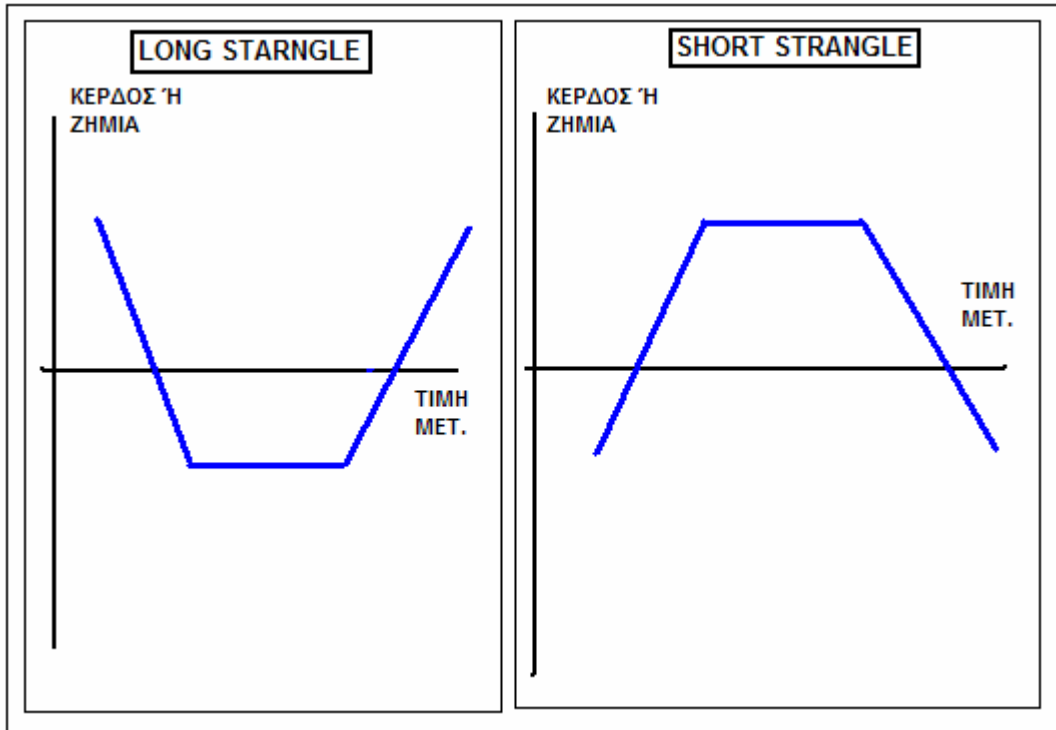
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5



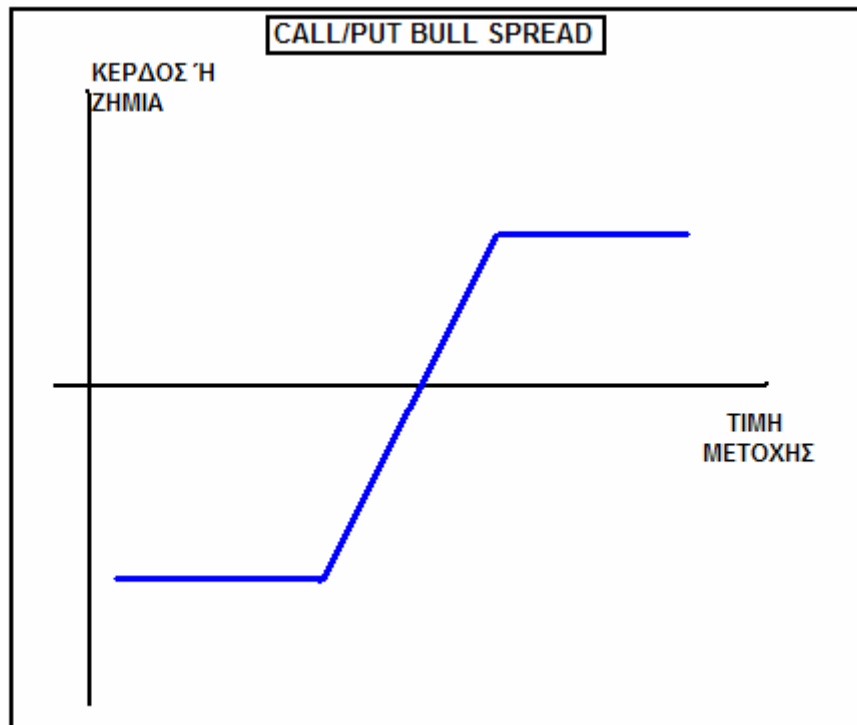
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6



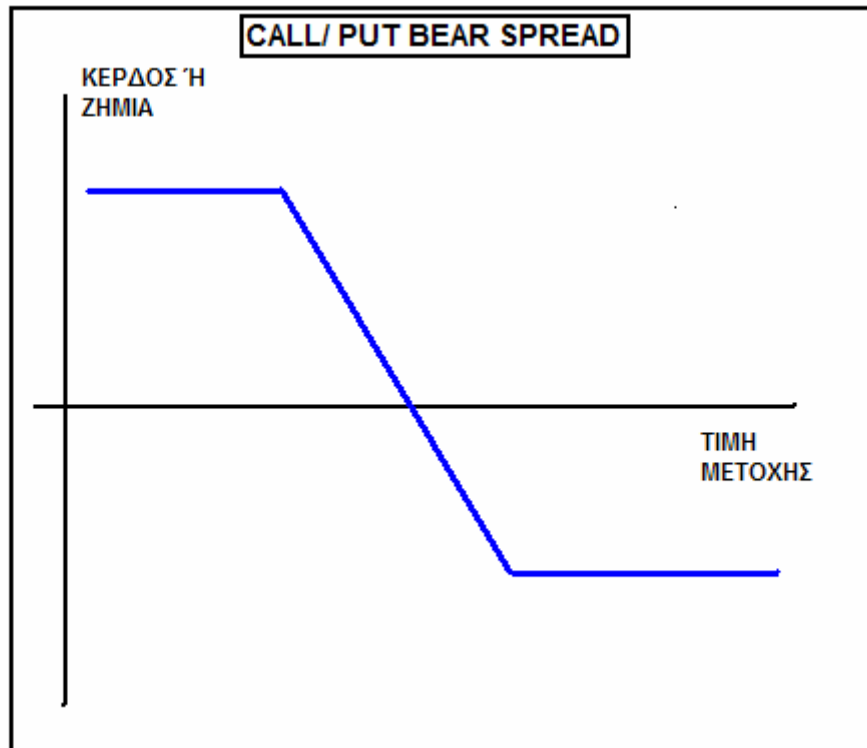
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7



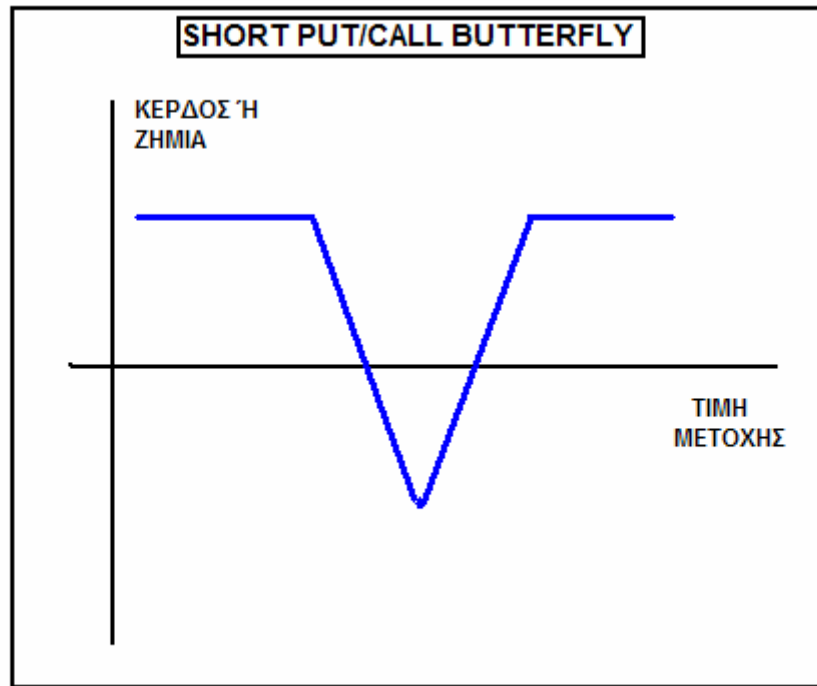
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8



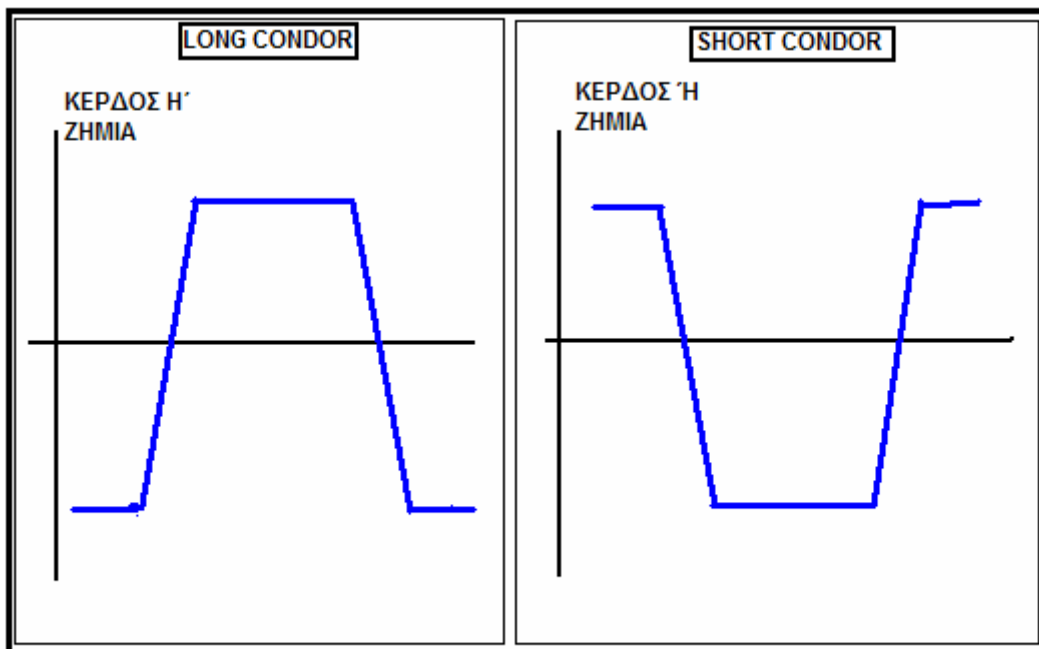
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9



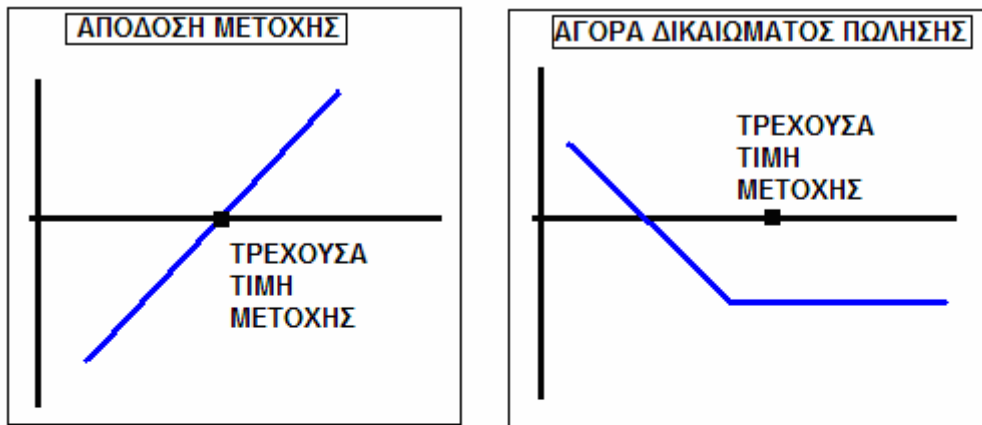
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10



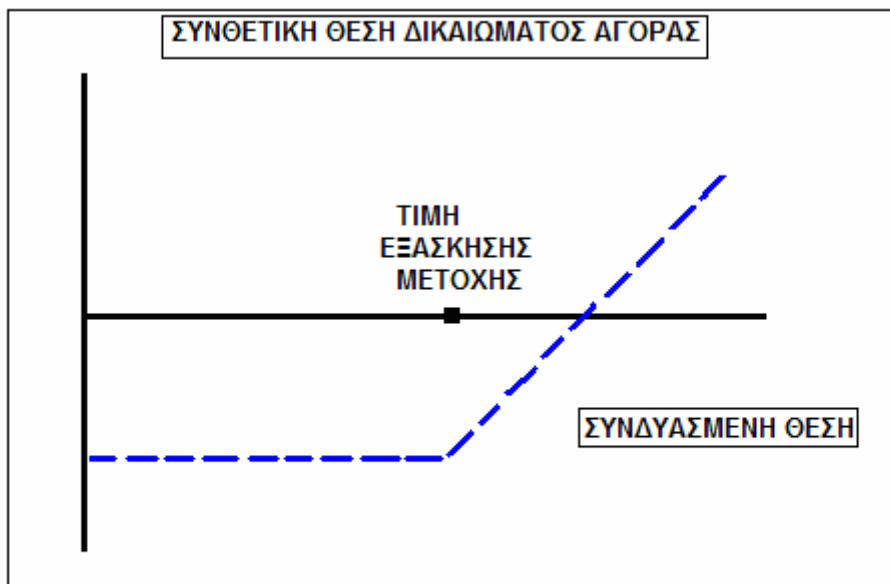
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11



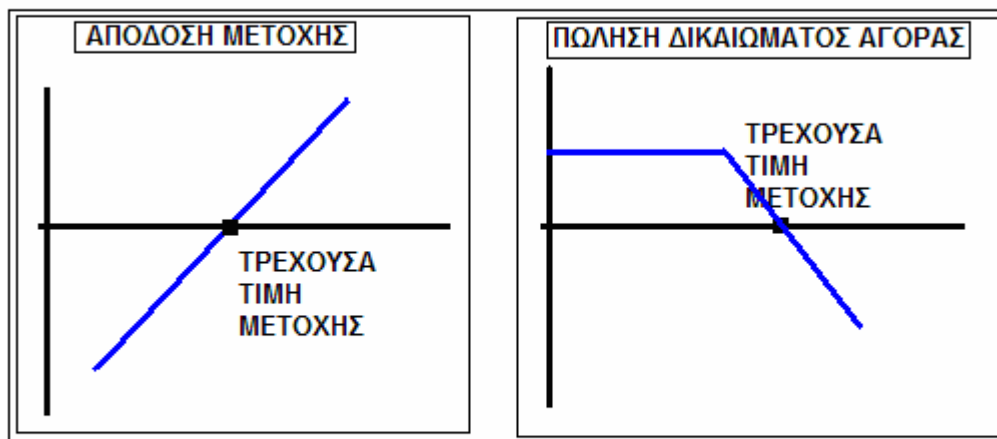
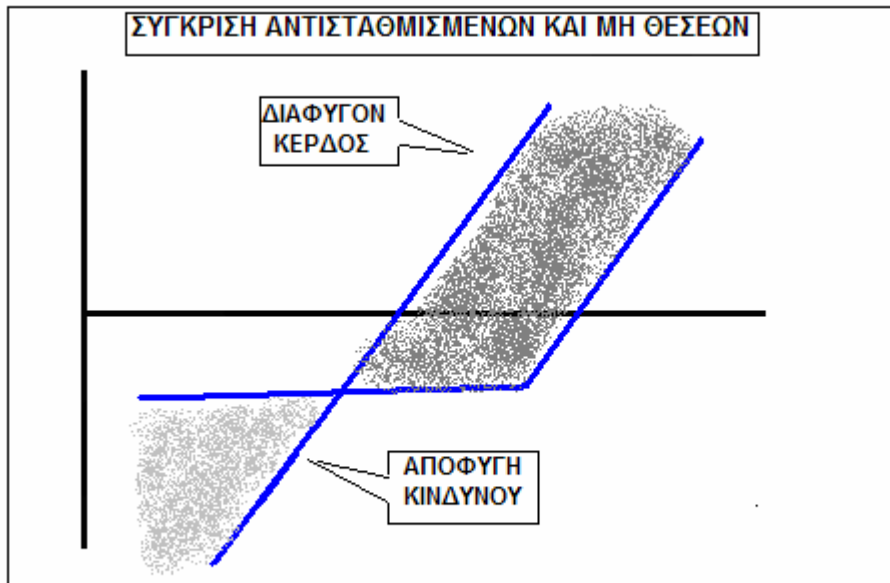
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13

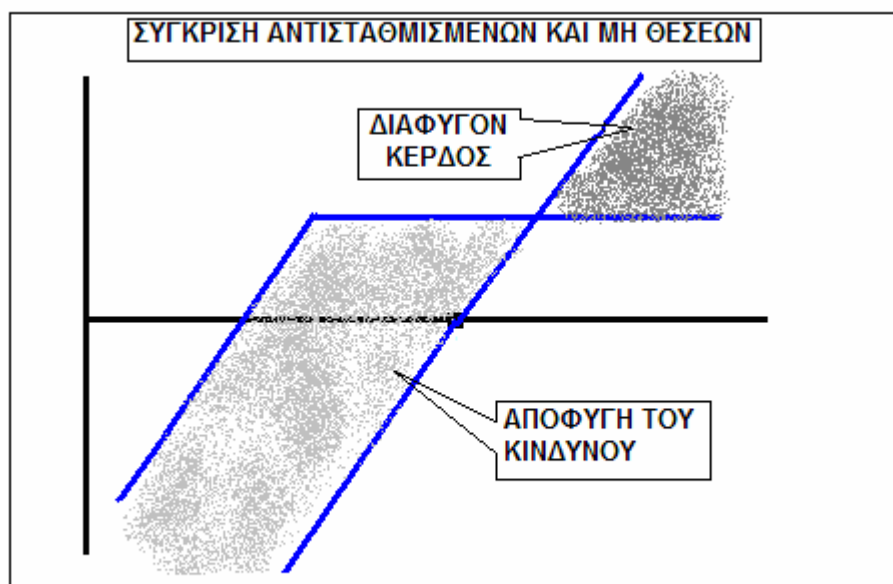


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14





ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 17



ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18

ΩΡΟΛΟΓΙΑ

Αγορά Παραγώγων: Η οργανωμένη αγορά του Χ.Α. αντικείμενο συναλλαγών της οποίας είναι τα εκάστοτε εισηγμένα σε αυτή παράγωγα.

Αγορά Μετοχής (Long Stock): Είναι η θέση (ανοιχτή θέση) σε έναν υποκείμενο τίτλο που έχουμε αγοράσει και διατηρούμε ακόμη στο χαρτοφυλάκιό μας.

Αγοραστής Δικαιώματος Αγοράς: Ο επενδυτής ο οποίος πληρώνει μία προμήθεια για ένα Δικαίωμα Αγοράς και έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει το υποκείμενο εργαλείο κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου.

Αγοραστής Δικαιώματος Πώλησης: Ο επενδυτής ο οποίος πληρώνει μία προμήθεια για ένα Δικαίωμα Πώλησης και έχει το δικαίωμα αλλά όχι την υποχρέωση να πουλήσει το υποκείμενο εργαλείο κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου.

Αγοραστής ΣΜΕ: αυτός που αναλαμβάνει την υποχρέωση να αγοράσει την εκάστοτε υποκείμενη αξία.

Αξία Χρόνου (Time Value): Η αριθμητική τιμή που βρίσκεται πάνω από την εσωτερική αξία (intrinsic value) του δικαιώματος. Με άλλα λόγια εάν αφαιρέσουμε από το δικαίωμα αγοράς ή πώλησης την εσωτερική αξία του (intrinsic value), το υπόλοιπο είναι η αξία του χρόνου (extrinsic value).

Ανάθεση (Assignment): Ειδοποίηση από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. σε μέλος της και στον πωλητή του δικαιώματός της πως το δικαίωμα έχει εξασκηθεί από τον κάτοχό του. Ο πωλητής είναι υποχρεωμένος να εκπληρώσει τους όρους του συμβολαίου. Η ανάθεση γίνεται τυχαία από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Ανοιγμα Τιμής (Spread): Η διαφορά μεταξύ της τιμής προσφοράς και ζήτησης, χρησιμοποιείται για μέτρηση της ρευστότητας της αγοράς. Τα μικρά spreads συνήθως υποδεικνύουν υψηλή ρευστότητα.

Ανοικτή Θέση (Open Position): Η εκάστοτε αποτύπωση των πάσης φύσεως δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων οποιουδήποτε παραγγελέα που απορρέουν από συναλλαγές επί παραγώγων στο Χ.Α. Η αποτύπωση αυτή μπορεί να γίνει ως προς οποιοδήποτε σχετικό μέγεθος, ενδεικτικά αριθμό συμβάσεων, ποσότητα υποκείμενης αξίας ή αξία υποχρεώσεων ή δικαιωμάτων.

Ανοιχτό Ενδιαφέρον: Ο αριθμός των συμβολαίων στα οποία οι επενδυτές έχουν ανοίξει θέση αλλά δεν έχει λάβει μέρος η αντίθετη πράξη για να κλείσει η θέση τους.

Ανταλλαγή (Swap): Εννοιολογικά, το χρηματοοικονομικό παράγωγο το οποίο είναι διαπραγματεύσιμο εκτός οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς και αποτελεί μια συναλλαγή που πραγματοποιείται ανάμεσα σε δύο μέρη βάσει της οποίας επιτυγχάνεται συμφωνία ανταλλαγής προκαθορισμένων σειρών πληρωμών σε μελλοντικές ημερομηνίες μέσα στο χρόνο.

Ανταλλαγή Επιτοκίων (Interest Rate Swap): Συμφωνία ανάμεσα σε δύο μέρη για ανταλλαγή σειράς πληρωμών σταθερού επιτοκίου με πληρωμές κυμαινόμενου στο ίδιο νόμισμα επί ορισμένου ποσού και εντός ορισμένης χρονικής περιόδου. Μπορεί να λειτουργήσει ανεξάρτητα ή να χρησιμοποιηθεί για την μετατροπή ενός ήδη υπάρχοντος βραχυχρόνιου δανείου ή περιουσιακού στοιχείου.

Ανταλλαγή Νομισμάτων (Currency Swap): Συμφωνία μεταξύ δύο θεσμικών ομολόγων να ανταλλάξουν ροές καταβολής τόκων σε διαφορετικά νομίσματα για συμφωνημένο χρονικό διάστημα και να ανταλλάξουν βασικά κεφάλαια σε διαφορετικά νομίσματα έναντι προσυμφωνημένης συναλλαγματικής ισοτιμίας κατά τη λήξη.

Ανταλλαγή Στοιχείων Ενεργητικού (Asset Swap): Είναι το swap που μετατρέπει ένα σταθερό (κυμαινόμενο) κουπόνι στοιχείων ενεργητικού σε ένα κυμαινόμενο (σταθερό) κουπόνι στοιχείων ενεργητικού.

Ανταλλαγή Υποχρεώσεων(Liability Swap): Είναι το swap που μετατρέπει ένα σταθερό (κυμαινόμενο) κουπόνι στοιχείων παθητικού σε ένα κυμαινόμενο (σταθερό) κουπόνι στοιχείων παθητικού.

Αντιστάθμιση Κινδύνου (Hedging): Η αντιστάθμιση είναι τακτική μείωσης του κινδύνου με την πραγματοποίηση συναλλαγών που μειώνουν την έκθεση στις απότομες μεταβολές της αγοράς. Η αντιστάθμιση με τα παράγωγα περιλαμβάνει την κατάληψη μιας αντίθετης και ισοδύναμης θέσης. Κατά τη συναλλαγή αυτή, ένας επενδυτής προσπαθεί να προστατεύσει μία θέση του στην υποκείμενη αγορά χρησιμοποιώντας μία αντίθετη θέση στην αγορά των παραγώγων. Εάν φοβάται ότι οι μετοχές του στο ΧΑΑ θα σημειώσουν πτώση, μπορεί να πάρει μία θέση πώλησης στο ΧΠΑ χωρίς να αναγκαστεί να πωλήσει στο ΧΑΑ.

Απλό Μέλος Χ.Π.Α.: Το μέλος που δεν έχει δικαίωμα να καταρτίζει συναλλαγές επί παραγώγων προϊόντων για δικό του λογαριασμό αλλά μόνον για λογαριασμό των παραγγελέων του.

Ασφάλεια: Η αξία σε μετρητά ή άλλες κινητές αξίες ή η εγγυητική επιστολή πιστωτικού ιδρύματος που παρέχονται στην Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. από τα μέλη του Χ.Α. και της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π για την κάλυψη των υποχρεώσεων τους προς την Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π που απορρέουν από τον παρόντα Κανονισμό και το νόμο, όπως ισχύει.

ΑΧΕ: Ανώνυμη Χρηματιστηριακή Εταιρεία που συνίσταται σύμφωνα με τις διατάξεις του ν.1806/1988, όπως ισχύει.

Βάση (Basis): Η τιμή της υποκείμενης αξίας ενός συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) μείον την τιμή του ΣΜΕ. Καθώς το ΣΜΕ πλησιάζει προ στην ημέρα λήξης του, η βάση συγκλίνει στο μηδέν.

Δέλτα (Delta) : Το μέτρο του ρυθμού της αλλαγής στην τιμή του Δικαιώματος Προαίρεσης εάν αλλάξει κατά μία μονάδα η τιμή του υποκείμενου εργαλείου.

Δήλωση: Η δήλωση βούλησης που διαβιβάζεται προς την αγορά σύμφωνα με τους εκάστοτε ισχύοντες κανόνες διαπραγμάτευσης και συνιστά είτε προσφορά

είτε αποδοχή άλλης δήλωσης με σκοπό την κατάρτιση χρηματιστηριακής συναλλαγής.

Δήλωση υπό όριο: Η δήλωση η οποία προσδιορίζει τιμή πέραν της οποίας ο αγοραστής δεν επιθυμεί να αγοράσει ή ο πωλητής να πουλήσει κατά περίπτωση.

Διάρκεια(Maturity): Η περίοδος κατά την οποία το συμβόλαιο έχει ζωή και παράγει όλα τα έννομα δικαιώματα και υποχρεώσεις για τα αντισυμβαλλόμενα μέρη.

Δίκαιη Τιμή (Fair Value): Η τιμή για την οποία ούτε ο αγοραστής, ούτε ο πωλητής ενός Δικαιώματος Προαίρεσης μπορεί να βγάλει κέρδος από το συγκεκριμένο δικαίωμα χωρίς ρίσκο.

Δικαιούχος (Holder) : Ο κάτοχος του Δικαιώματος Προαίρεσης.

Δικαίωμα Αγοράς (Call): Το συμβόλαιο το οποίο δίνει στον κάτοχο το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσει το υποκείμενο εργαλείο σε προκαθορισμένη τιμή και σε συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή.

Δικαίωμα Αμερικανικού Τύπου (American Option): Δικαίωμα Προαίρεσης , η άσκηση του οποίου επιτρέπεται μόνο κατά την ημερομηνία λήξης της ορισμένης προθεσμίας.

Δικαίωμα Ευρωπαϊκού Τύπου (European Option): Δικαίωμα Προαίρεσης , η άσκηση του οποίου επιτρέπεται οποτεδήποτε εντός της προκαθορισμένης προθεσμίας.

Δικαίωμα Επαναγοράς ή Επαναπώλησης: Δικαίωμα των συμβαλλόμενων για επαναγορά ή επαναπώληση υποκείμενων μετοχών στις συμβάσεις πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς , αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης και στις συμβάσεις επαναγοράς.

Δικαίωμα στην Τρέχουσα τιμή (At-the-money-option): Από μια σειρά δικαιωμάτων αγοράς (ή πώλησης) με την ίδια ημέρα λήξης και διαφορετικές τιμές εξάσκησης, το δικαίωμα αγοράς (ή πώλησης) εκείνο του οποίου η τιμή εξάσκησης βρίσκεται πιο κοντά στην τρέχουσα τιμή της υποκείμενης αξίας.

Δικαίωμα Προαίρεσης (Option): Σύμβαση που παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει υπό προθεσμία την υποκείμενη αξία σε μία προκαθορισμένη τιμή.

Δικαίωμα Πώλησης (Put): Το συμβόλαιο το οποίο δίνει στον κάτοχο το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να πουλήσει το υποκείμενο εργαλείο σε προκαθορισμένη τιμή και σε συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή.

Ειδικός Διαπραγματευτής Τύπου Α: Το μέλος του Χ.Α. που δικαιούται να καταρτίζει συναλλαγές παραγώγων για ίδιο λογαριασμό σύμφωνα με τον κανονισμό του Χ.Α.

Ειδικός Διαπραγματευτής Τύπου Β: Το μέλος της αγοράς παραγώγων του Χ.Α. που αναλαμβάνει, σύμφωνα με τον κανονισμό του Χ.Α., υποχρεώσεις παροχής τιμών επί εισηγμένων σε αυτή παραγώγων με σκοπό την ενίσχυση της ρευστότητας της αγοράς.

Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα(cash settlement): Όρος σε ορισμένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης, που καθορίζει ότι η εκκαθάριση δε γίνεται με φυσική παράδοση της υποκείμενης αξίας αλλά με μεταβίβαση χρηματικού ποσού, όπως καθορίζεται από αλγόριθμο.

Εκκαθάριση Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης με φυσική παράδοση (settlement by physical delivery): Κατά την λήξη ενός ΣΜΕ που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση, το συμβόλαιο εκπληρούται με τον πωλητή να παραδίδει στον αγοραστή την υποκείμενη αξία και τον αγοραστή να καταβάλλει στον πωλητή το δραχμικό ισοδύναμο της τελικής τιμής εκκαθάρισης του ΣΜΕ.

Εξάσκηση(exercise) : Διαδικασία κατά την οποία ένα δικαίωμα αγοράς ή ένα δικαίωμα πώλησης χρησιμοποιείται από τον αγοραστή του δικαιώματος για να αγοράσει από ή να πουλήσει στον πωλητή του δικαιώματος την υποκείμενη αξία στην τιμή εξάσκησης του δικαιώματος.

Εξισορροπητική Κερδοσκοπία (Arbitrage): Ταυτόχρονη αγορά και πώληση της ίδιας ή ισοδύναμων αξιών σε σημαντικά διαφορετικές τιμές που αποφέρει κέρδος δίχως κίνδυνο.

Ε.Π.Ε.Υ.: Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (συμπεριλαμβανομένων και των πιστωτικών ιδρυμάτων) κατά την έννοια του Ν.2396/1996 που εδρεύει σε Κράτος-Μέλος της ΕΕ.

Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. (Options Clearing Corporation): Η Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί των Παραγώγων Α.Ε.

Εσωτερική Αξία (Intrinsic Value): Για ένα δικαίωμα αγοράς, είναι η διαφορά της τρέχουσας τιμής της υποκείμενης αξίας μείον την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος, αν αυτή είναι θετική και μηδέν αν είναι αρνητική. Για ένα δικαίωμα πώλησης είναι η διαφορά της τιμής εξάσκησης του δικαιώματος μείον την τρέχουσα τιμή της υποκείμενης αξίας, αν αυτή είναι θετική και μηδέν αν είναι αρνητική.

Ημερομηνία Διακανονισμού του Συμβολαίου (Settlement Date): Ημέρα διακανονισμού του συμβολαίου είναι η αμέσως επόμενη ημέρα αφού λάβει μέρος η συναλλαγή (Ημέρα Συναλλαγής + 1).

Ημερομηνία Λήξης (Expiration date) : Η τελευταία ημέρα διάρκειας του συμβολαίου όπου ο κάτοχος μπορεί να εξασκήσει το συμβόλαιο και πέραν αυτής δεν έχει κανένα δικαίωμα πάνω στον υποκείμενο τίτλο. Στην Ελλάδα, στις ΗΠΑ και σε ορισμένα ευρωπαϊκά κράτη είναι η τρίτη Παρασκευή του μήνα.

Ημερομηνία Παράδοσης (Delivery date): Η ημερομηνία παράδοσης κατά την οποία ο αγοραστής δέχεται να αγοράσει και ο πωλητής να παραδώσει τον υποκείμενο τίτλο.

Θεσμικός Επενδυτής: Κάθε Ε.Π.Ε.Υ., εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων , εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ασφαλιστική εταιρεία και ασφαλιστικό ταμείο που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα.

Ιστορική Μεταβλητότητα (Historical Volatility): Οι παρελθοντικές τιμές και διακυμάνσεις της μετοχής δίνουν την ιστορική της μεταβλητότητα στη συγκεκριμένη περίοδο.

Καθημερινή Αποτίμηση (Mark to Market): Η μέθοδος κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι τιμές των συμβολαίων που διατηρούνται σε λογαριασμούς αναπροσαρμόζονται με σκοπό να καθορίσουν τα νέα κέρδη ή ζημιές.

Καλλυμένη Πώληση Δικαιώματος Πώλησης (Covered Put Writing): Η πώληση ενός Δικαιώματος Πώλησης (Put) με την προϋπόθεση ότι ο επενδυτής (πωλητής) πουλάει ταυτόχρονα τον υποκείμενο τίτλο προκειμένου να προστατευτεί εάν ο τίτλος βρεθεί σε χαμηλά επίπεδα και χρειαστεί το συμβόλαιο που πούλησε να εξασκηθεί.

Καλλυμένη Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Covered Call Writing): Η πώληση ενός Δικαιώματος Αγοράς (Call) με την προϋπόθεση ότι ο επενδυτής κατέχει ταυτόχρονα τον υποκείμενο τίτλο. Ο επενδυτής (πωλητής) δεν κινδυνεύει σε περίπτωση που η μετοχή έχει μεγάλη άνοδο και το συμβόλαιο εξασκηθεί.

Κερδοσκοπία (Speculation): Είναι η δραστηριότητα που αφήνει μια συναλλαγματική θέση ανοικτή στις διακυμάνσεις της ισοτιμίας του νομίσματος. Οι κερδοσκόποι παίρνουν μια θέση ώστε να «κερδοσκοπήσουν» στην κατεύθυνση της ισοτιμίας.

Κλείσιμο Θέσης (Closing position): Το κλείσιμο μίας ήδη ανοιχτής θέσης κάνοντας την αντίθετη συναλλαγή στο ΧΠΑ. Δεν απαιτεί την σύμφωνη γνώμη του αντισυμβαλλόμενου.

Μέγεθος Συμβολαίου (Contract Size): Ο αριθμός των μετοχών ενός συμβολαίου (Δικαίωμα Πώλησης ή Δικαίωμα Αγοράς). Για τα μετοχικά δικαιώματα (Δικαιώματα Προαίρεσης) αποτελείται από 100 τεμάχια της μετοχής ενώ για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures) είναι η αριθμητική τιμή του υποκείμενου εργαλείου επί τον πολλαπλασιαστή (5 ευρώ

για τα ΣΜΕ/FTSE 20, 10 ευρώ για τα ΣΜΕ/FTSE 40 και για τα μετοχικά ΣΜΕ είναι 100 τεμάχια επί τη τιμή της μετοχής).

Μέθοδος Αντιφώνησης (Open outcry): Στην περίπτωση αυτή, ο χώρος συναλλαγής έχει φυσική υπόσταση και είναι το πάτωμα του χρηματιστηρίου και οι συναλλασσόμενοι φωνάζουν προκειμένου να διεκπεραιώσουν τις συναλλαγές μεταξύ τους (το αντίθετο συμβαίνει με τα ηλεκτρονικά συστήματα συναλλαγών).

Μέλη Χ.Α.(Members of the Athens Stock Exchange) : Οι Ε.Π.Ε.Υ. και Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν κατά το νόμο το δικαίωμα κατάρτισης χρηματιστηριακών συμβάσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΑΣΕ).

Μέλη Χ.Π.Α.(Members of the Athens Derivatives Exchange) : Οι Ε.Π.Ε.Υ. και Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. που έχουν κατά το νόμο το δικαίωμα κατάρτισης χρηματιστηριακών συμβάσεων στο Χρηματιστήριο Παργώγων Αθηνών (ΑΔΕΧ).

Μέρισμα Μετοχής (Stock Divident): Διάθεση μέρους των κερδών της εισηγμένης εταιρίας με τη μορφή ρευστού ή επιπλέον κομμάτια της μετοχής στους μετόχους της.

Μη προστατευμένη πώληση δικαιώματος αγοράς (uncovered call): Στρατηγική σύμφωνα με την οποία ο επενδυτής πουλάει ένα δικαίωμα αγοράς, χωρίς να κατέχει την υποκείμενη αξία.

Μη συστηματικό ρίσκο (unsystematic risk): Το ρίσκο ενός τίτλου, που σχετίζεται με παράγοντες που συνδέονται με αυτόν και όχι με την αγορά ή την οικονομία σαν σύνολο.

Μόχλευση (Leverage): Η δυναμική ποσοστιαία αύξηση ή μείωση της επένδυσης. Το Δικαίωμα Αγοράς για παράδειγμα δίνει ώθηση στην ποσοστιαία μεταβολή της επένδυσης, διότι με μικρότερα διατεθειμένα κεφάλαια τα κέρδη μπορεί να διπλασιαστούν ή να υπερτριπλασιαστούν σε σχέση με άλλες επενδύσεις. Επίσης, οι ζημιές μπορεί να φτάσουν σε γρήγορο χρονικό διάστημα στο 100% του επενδυμένου κεφαλαίου.

Νεκρό Σημείο (Breakeven point) : Το επίπεδο που η μετοχή πρέπει να βρεθεί προκειμένου ο αγοραστής ενός συμβολαίου να αποφύγει οποιαδήποτε ζημιά στην περίπτωση που θα το εξασκήσει ή θα το πουλήσει. Για το Δικαίωμα Αγοράς είναι η τιμή εξάσκησης συν την προμήθεια του Δικαιώματος Αγοράς. Για το Δικαίωμα Πώλησης είναι η τιμή εξάσκησης μείον την προμήθεια του Δικαιώματος Πώλησης.

Ο.Α.Σ.Η.Σ. - Σύστημα Συναλλαγών – Διαπραγμάτευσης(Order-Execution System): Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών (Ο.Α.Σ.Η.Σ.) είναι το σύστημα όπου λαμβάνουν μέρος ηλεκτρονικά οι συναλλαγές για το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.

Όριο Θέσης (Position Limit): Ο τυχόν περιορισμός που επιβάλλει εκάστοτε το Χρηματιστήριο Αξιών ή και η Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. ως προ στην δυνατότητα οποιουδήποτε προσώπου να διατηρεί ανοικτή θέση ή και την δημιουργία ανοικτής θέσης ως προς την αγορά ως σύνολο.

Οριζόντιο Άνοιγμα: Περιλαμβάνει την αγορά και την πώληση ίδιου τύπου δικαιωμάτων με ίδιες τιμές εξάσκησης, αλλά με διαφορετικές ημερομηνίες λήξης. Η απόδοση του εξαρτάται από την πορεία της τιμής του υποκείμενου.

Παραγγελέας ή Συναλλασσόμενο: Κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, για λογαριασμό του οποίου Μέλος οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, ιδίως χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Παράγωγα: Συμβάσεις επί χρηματοοικονομικών μέσων , ιδίως ΣΜΕ, συμβάσεις προαίρεσης, υπό προθεσμία και ανταλλαγής δικαιωμάτων επί κινητών αξιών, χρηματιστηριακών δεικτών, μέσων της χρηματαγοράς, συναλλάγματος και επιτοκίων δανεισμού.

Παραδοτέα Ομόλογα (Deliverable Bonds): Τα ομόλογα που καθορίζονται από το ADEX ως αυτά των οποίων τα χαρακτηριστικά προσομοιάζουν επαρκώς το συνθετικό ομόλογο, το οποίο είναι η υποκείμενη αξία ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης, που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση. Κατά τη

λήξη του συμβολαίου, οι πωλητές των ΣΜΕ παραδίδουν στους αγοραστές ομόλογα από το καλάθι των παραδοτέων ομολόγων.

Περιθώριο Ασφάλειας (margin): Χρηματικά ποσά ή αξίες δεσμευμένες υπέρ της εταιρείας εκκαθάρισης σαν ενέχυρο για την κάλυψη ζημιών από θέσεις σε παράγωγα προϊόντα.

Πολλαπλασιαστής (multiplier): Δραχμικός συντελεστής που χρησιμοποιείται στα παράγωγα προϊόντα πάνω σε δείκτες μετοχών, για την μετατροπή των τιμών του δείκτη σε δραχμικά ισοδύναμα, ανά συμβόλαιο.

Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forward Contracts) : Συμβόλαιο μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων όπου ο ένας δεσμεύεται να αγοράσει και ο άλλος να πουλήσει την υποκείμενη αξία σε μία προκαθορισμένη τιμή και σε συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον. Χαρακτηριστικό τους είναι η προσαρμογή τους στις ανάγκες του επενδυτή (Customized Instruments) και όχι η τυποποίησή τους σε μορφή μεγάλης οργανωμένης αγοράς, καθώς και η μικρότερη ρευστότητά τους σε αντίθεση με τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures).

Προμήθεια: Το ποσό που οφείλεται από μέλος του Χ.Α. ή και της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. στο Χ.Α., στην Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. καθώς και σε οποιοδήποτε άλλο πρόσωπο, για τη λειτουργία, εκκαθάριση και διακανονισμό συναλλαγών επί παραγώγων εισηγμένων στο Χ.Α.

Προστατευμένη Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Covered Call): Πώληση Δικαιώματος Αγοράς με παράλληλη κατοχή της υποκείμενης αξίας.

Πωλητής Δικαιώματος Προαίρεσης: Αυτός που εισπράττει τίμημα δικαιώματος για την παραχώρηση δικαιώματος ως προς την υποκείμενη αξία.

Πωλητής ΣΜΕ: Αυτό που αναλαμβάνει την υποχρέωση να πουλήσει την υποκείμενη αξία.

Σειρά Παραγώγου: Κατηγορία εισηγμένου παραγώγου, η οποία προσδιορίζεται με βάση το αν αφορά σε ανάληψη ή απόδοση, την ημερομηνία λήξης της ορισμένης προθεσμίας ή και την τιμή άσκησης.

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures): Συμβόλαια συμφωνά με τα οποία οι αντισυμβαλλόμενοι(ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πουλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα (το μέγεθος του συμβολαίου) της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία (η ημέρα λήξης του συμβολαίου) σε προκαθορισμένη τιμή και τα οποία συναλλάσσονται σε κάποια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά και υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης.

Συναλλασσόμενος (Counterpart) : Κάθε νομικό ή φυσικό πρόσωπο που μεταβιβάζει τις εντολές του σε Μέλος του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ή του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών για χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Συναλλαγματική ισοτιμία: Το χρηματικό ποσό που απαιτείται για την ανταλλαγή μιας μονάδας νομίσματος άλλης χώρας.

Συντελεστής βήτα (beta factor): Μέτρο της ευαισθησίας της αξίας ενός τίτλου ή χαρτοφυλακίου στις διακυμάνσεις της αγοράς σαν σύνολο.

Σύστημα Διαπραγμάτευσης: Το ηλεκτρονικό σύστημα διαπραγμάτευσης με τον διακριτικό τίτλο ΟΑΣΗΣ, όπως τυχόν αναμορφώνεται εκάστοτε με την έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.

Συστηματικό ρίσκο (systematic risk): Το ρίσκο ενός τίτλου που σχετίζεται με την αγορά ή την οικονομία σαν σύνολο και όχι με παράγοντες που συνδέονται με αυτόν.

Σύστημα Εκκαθάρισης: Το ηλεκτρονικό σύστημα εκκαθάρισης με τον διακριτικό τίτλο ΟΑΣΗΣ, όπως τυχόν αναμορφώνεται εκάστοτε με την έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χ.Α.

Τεκμαρτή μεταβλητότητα (Implied Volatility) : Η μεταβλητότητα στις τιμές των συμβολαίων των Δικαιωμάτων Προαίρεσης που βλέπουν οι επενδυτές της αγοράς των παραγώγων.

Τιμή Διακανονισμού (Settlement Price): Η προκαθορισμένη τιμή στην οποία ο αγοραστής ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης πρέπει να αγοράσει

το υποκείμενο εργαλείο και ο πωλητής να πουλήσει στην προκαθορισμένη ημερομηνία που ορίστηκε καθώς και στην προκαθορισμένη τιμή.

Τιμή Εξάσκησης: Η τιμή στην οποία ο αγοραστής (πωλητής) ενός δικαιώματος έχει το δικαίωμα (την υποχρέωση) να αγοράσει (πουλήσει) το συγκεκριμένο υποκείμενο προϊόν στην ημερομηνία λήξης.

Τίμημα Δικαιώματος (option premium): Το ποσό που οφείλει να καταβάλλει ένας συναλλασσόμενος για την αγορά δικαιώματος προαίρεσης.

Τράπεζα περιθωρίου ασφάλισης (margin bank): Τα πιστωτικά ιδρύματα τα οποία διενεργούν δεσμεύσεις και αποδεσμεύσεις των κεφαλαίων που προορίζονται για περιθώρια ασφάλισης, ανά συναλλασσόμενο, σύμφωνα με τις υποδείξεις της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

Τράπεζα Διακανονισμού (Settlement bank) : Το πιστωτικό ίδρυμα το οποίο διενεργεί μεταφορές χρημάτων μεταξύ λογαριασμών των μελών Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. και της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π., για τη διεκπαιρέωση του χρηματικού διακανονισμού, σύμφωνα με τις υποδείξεις της Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π.

Τρέχουσα Τιμή (Spot Price): Η τρέχουσα τιμή που ισχύει στην αγορά κατά την ημέρα της συναλλαγής.

Υπερτιμημένο Δικαίωμα (Overvalued Option): Το συμβόλαιο το οποίο συναλλάσσεται σε τιμή μεγαλύτερη από τη θεωρητική του τιμή. Αυτό είναι όμως υποκειμενικό και πάλι μιας και η θεωρητική του τιμή εξαρτάται και πάλι από έναν παράγοντα που είναι η εκτίμηση της μεταβλητότητας του υποκείμενου εργαλείου.

Υποκείμενες Αξίες: Οι κινητές αξίες, οι δείκτες κινητών αξιών, οι αξίες της χρηματαγοράς και οι άλλες αξίες, συμβάσεις ή δείκτες, επί των οποίων παρέχεται δικαίωμα αγοράς ή πώλησης από παράγωγο ή βάσει των οποίων υπολογίζεται η χρηματιστηριακή αξία των παραγώγων.

Υποκείμενη Αγορά(Cash Market): Η αγορά όπου διαπραγματεύονται τα υποκείμενα εργαλεία (όπως για παράδειγμα οι μετοχές ή οι δείκτες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών).

Υποκείμενος Τίτλος (Underlying Instrument): Το χρηματοοικονομικό εργαλείο από όπου παράγεται το συμβόλαιο και ποικίλει όπως: μετοχές, επιτόκια, συνάλλαγμα, ομόλογα και άλλα.

Υποτιμημένο Δικαίωμα (Undervalued Option): Το συμβόλαιο το οποίο συναλλάσσεται σε τιμή μικρότερη από τη θεωρητική του τιμή. Αυτό είναι όμως υποκειμενικό μιας και η θεωρητική του τιμή εξαρτάται από έναν παράγοντα που είναι η εκτίμηση της μεταβλητότητας του υποκείμενου εργαλείου.

Χειραγώγηση Αγοράς (Market Manipulation) : Οι συντονισμένες ενέργειες χρηματιστών ή ιθύνοντων που έχουν σχέση είτε με την κεφαλαιαγορά είτε με τη συγκεκριμένη εταιρία προκειμένου να οδηγήσουν την τιμή του υποκείμενου εργαλείου τεχνητά στα επίπεδα που επιθυμούν αυτοί και όχι όπως θα καθοριζόταν δίκαια από την ελεύθερη αγορά. Τέτοιου είδους μεθοδεύσεις απαγορεύονται αυστηρά από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς.

Χρηματιστηριακές Συναλλαγές: Οι συμβάσεις που καταρτίζονται στο Χ.Α. σύμφωνα με τους εκάστοτε ισχύοντες νόμους και κανονιστικές διατάξεις.

Χρηματικός Διακανονισμός(Cash Settlement): Χρηματικός διακανονισμός που λαμβάνει μέρος στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) καθημερινά με τη μέθοδο (..mark to market) σε αντίθεση με τα Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές και σε δείκτες όπου δεν υπάρχει καθημερινός διακανονισμός.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αγγελόπουλος, Παναγιώτης, Χρ., *Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2001.

Νικήτα Μαγδαληνή Ν., *Παράγωγα και Θέσεις*, Εκδόσεις Γρηγόρη, Αθήνα 2003.

Μονάδα Εκπαίδευσης Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών ΑΕ, Υλικό Σεμιναρίων, Αθήνα 2000.

Επίσημη Ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών ΑΕ. Διαθέσιμο από: www.adex.ase.gr

Commodities και Παράγωγα Προϊόντα επί Εμπορευμάτων και Εναλλακτικά Επενδυτικά Προϊόντα. Διαθέσιμο από: www.ase.gr

Τρέχουσα Εικόνα Αγοράς Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Διαθέσιμο από: www.allaboutadex.gr

Ιστοσελίδα αφιερωμένη στα Παράγωγα Προϊόντα. Διαθέσιμο από: www.derivatives.gr

Γιαπράκης Γιάννης, *Παράγωγα, όταν η ανοδική πορεία δεν είναι ο στόχος...* Διαθέσιμο από: www.artion.net.

Φραντζής Ν., Ζώτος Γερ., Σιωμόπουλος Κ., *Χρηματιστηριακός Οδηγός*. Διαθέσιμο από: www.tovima.dolnet.gr

Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και Μετοχές. Διαθέσιμο από: www.grinvest.gr

Συχνές Ερωτήσεις για το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών. Διαθέσιμο από: www.naftemporiki.gr