



76 Τεχνολογικό Ίδρυμα Πατρών
Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας
Τμήμα Λογιστικής

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και Χρηματιστηριακά Παράγωγα Προϊόντα



Κάνιστρα Κατερίνα
Συκά Αθηνά

Εισηγητής: Γεώργιος Ζαφειρόπουλος

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Ενότητα 1^η : Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

| | |
|---|----|
| 1. Εισαγωγή | 4 |
| 1.1. Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών | 5 |
| 1.2. Προϊόντα που Διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών | 6 |
| 1.3. Μέλη του ΧΠΑ | 7 |
| 1.4. Διεξαγωγή και Εκκαθάριση Συναλλαγών στο ΧΠΑ – Υποστήριξη και Παρακολούθηση της Διεξαγωγής Συναλλαγών στο ΧΠΑ | 9 |
| 2. Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) | 10 |
| 2.1. Σκοπός της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων | 10 |
| 2.2. Μετοχικό Κεφάλαιο της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π | 11 |
| 2.3. Μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π | 11 |
| 2.4. Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) – Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) | 12 |
| 2.4.1. Άλλες Σημαντικές Ημερομηνίες | 13 |
| 2.5. Εξασφαλίσεις για τις Συναλλαγές (Προστατευτικοί Μηχανισμοί – Περιθώριο Ασφάλισης) | 14 |
| 2.5.1. Εκκαθάριση των Συναλλαγών Μέσω της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π | 16 |
| 2.6. Ο Ρόλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. στη Διαδικασία Εκκαθάρισης των Συναλλαγών | 17 |
| 2.7. Διακανονισμός Συναλλαγών | 18 |
| 2.8. Ηλεκτρονικό Σύστημα Διεξαγωγής και Εκκαθάρισης Συναλλαγών | 19 |
| 3. Συνεργασία ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με Τράπεζες Διακανονισμού και Τράπεζες Τήρησης Περιθωρίου Ασφαλείας στη Διαδικασία Εκκαθάρισης των Συναλλαγών | 20 |
| 3.1. Τράπεζα Διακανονισμού και Τράπεζες Τήρησης Περιθωρίου Ασφάλισης | 20 |
| 3.2. Διαδικασίες και Κανόνες Διεξαγωγής Συναλλαγών | 22 |
| 3.3. Προμήθειες των Μελών ΧΑΑ και ΧΠΑ | 23 |
| 3.4. Πιστοποιητικά/Πιστοποιήσεις που Παρέχει το ΧΠΑ | 25 |

Ενότητα 2^η : Χρηματιστηριακά Παράγωγα Προϊόντα

| | |
|---|----|
| 1. Εισαγωγή | 26 |
| 1.1. Ιστορική Αναδρομή | 28 |
| 2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures) | 29 |
| 2.1. Συναλλαγές σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης | 29 |

| | |
|---|----|
| 2.1.1. Δείκτης FTSE/ASE 20 | 31 |
| 2.1.2. Δείκτης FTSE/ASE Mid 40 | 31 |
| 2.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE/ASE 20 | 32 |
| 2.3. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE/ASE Mid 40 | 34 |
| 2.4. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Μετοχές | 35 |
| 2.5. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί Δεικτών Μετοχών | 36 |
| 2.6. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10-ετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου | 36 |
| 2.6.1. Παραδοτέα Ομόλογα | 38 |
| 2.6.2. Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφαλείας | 38 |
| 2.7. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί Επιτοκίων | 38 |
| 2.8. Σύγκλιση της Τιμής ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην Τρέχουσα Τιμή του Υποκείμενου Στοιχείου | 40 |
| 3. Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards) | 41 |
| 3.1. Διαφορές Προθεσμιακών Συμβολαίων (Forwards) και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures) | 42 |
| 3.2. Προθεσμιακές Συμβάσεις Επιτοκίων (Forwards Rate Agreements) ή FRAs | 43 |
| 4. Δικαιώματα Προαίρεσης (Options) | 44 |
| 4.1. Ιστορική Αναδρομή | 44 |
| 4.2. Εσωτερική Αξία των Δικαιωμάτων Προαίρεσης | 44 |
| 4.3. Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών | 45 |
| 4.3.1. Χαρακτηριστικά των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών | 46 |
| 4.3.2. Προσαρμογή Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών | 48 |
| 4.3.3. Πώληση «Γυμνού» Δικαιώματος Προαίρεσης | 48 |
| 4.3.4. Πώληση Καλυμμένου Δικαιώματος Αγοράς | 49 |
| 4.3.5. Λογαριασμός Περιθωρίου | 49 |
| 4.4. Δικαιώματα Προαίρεσης επί Δεικτών | 50 |
| 4.4.1. Δικαιώματα Προαίρεσης στο Δείκτη FTSE/ASE 20 | 50 |
| 4.4.2. Δικαιώματα Προαίρεσης στο Δείκτη FTSE/ASE Mid 40 | 51 |
| 4.5. Διαπραγμάτευση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης | 51 |
| 4.6. Περιθώρια Ασφαλείας Δικαιωμάτων Προαίρεσης | 52 |
| 4.7. Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών για Δικαιώματα Προαίρεσης | 53 |
| 4.8. Άσκηση Δικαιωμάτων Προαίρεσης | 53 |
| 5. Συμβόλαια Δανεισμού Τίτλων (Security Lending) | 54 |
| 5.1. Δανεισμός Τίτλων σε Μορφή Repos | 54 |
| 5.1.1. Ιστορική Αναδρομή | 55 |

| | |
|--|----|
| 5.1.2. Δανεισμός Τίτλων σε Μορφή Repos επί Μετοχών | 56 |
| 6. Τίτλοι Επιλογής (Warrants) | 57 |
| 6.1. Καλυμμένος Τίτλος Επιλογής (Covered Warrant) | 57 |
| 6.1.1. Διαφορές Μεταξύ Καλυμμένων Τίτλων Επιλογής και Δικαιωμάτων Προαίρεσης | 58 |
| 6.2. Δικαιώματα Αγοράς Μετοχών (ΔΑΜ – Share Warrants) | 58 |
| 7. Ανταλλαγές (Swaps) | 59 |
| 7.1. Ιστορική Αναδρομή | 59 |
| 7.2. Περισσότερες Πληροφορίες για τις Ανταλλαγές | 60 |
| 7.2.1. Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Ανταλλαγών | 60 |
| 7.3. Συμβόλαια Ανταλλαγής Επιτοκίων (Interest Rates Swap – IRS) | 61 |
| 7.4. Αποτίμηση Ανταλλαγών | 61 |
| 8. Διάφορα Άλλα Παράγωγα Προϊόντα | 62 |
| 8.1. Δικαιώματα Ανταλλαγής (Swaptions) | 62 |
| 8.2. Μετατρέψιμες Ομολογίες (Convertibles) | 62 |
| 8.2.1. Ευκαιρίες Για Επιχειρήσεις | 63 |
| 9. Σκοπός Συναλλαγών Με Παράγωγα | 64 |
| 9.1. Αντιστάθμιση (Hedging) | 64 |
| 9.2. Κερδοσκοπία (Speculation) | 65 |
| 9.3. Ο Μεσάζων (Market Maker) | 65 |
| 9.4. Εξισορροπητική Κερδοσκοπία (Arbitrageurs) | 66 |
| 10. Ωφελιμότητα | 67 |
| 11. Γενικά Συμπεράσματα | 68 |
| Παράρτημα | 69 |
| Βιβλιογραφία | 74 |

Ενότητα 1^η

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

1. Εισαγωγή

Η ίδρυση και λειτουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) και της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) αποβλέπει στη συμπλήρωση των επιλογών των Ελλήνων επενδυτών με τη διάθεση παραγώγων προϊόντων, τα οποία είναι διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά. Έως τώρα, παράγωγα προϊόντα ήταν διαθέσιμα στην Ελλάδα εκτός χρηματιστηριακής αγοράς.

Η δημιουργία οργανωμένης αγοράς περιορίζει τους πιστωτικούς κινδύνους των επενδύσεων σε παράγωγα, βελτιώνει τη 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 Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.), 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 συμβάλλει θετικά στην εθνική οικονομία. Η επιτυχία της οργανωμένης αγοράς παραγώγων στην Ελλάδα θα αποτελέσει συνδυασμό της αποτελεσματικής οργάνωσης του ΧΠΑ στα παραπάνω αλλά και της ικανότητάς του να παρέχει αξία (value) στα μέλη του και στους πελάτες και να προσφέρει την υψηλότερη δυνατή ποιότητα στις υπηρεσίες του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, μέσω του καθορισμού των προδιαγραφών, με αποτελεσματικούς κανονισμούς και εξειδικευμένα συστήματα επιτήρησης. Η σχεδίαση και ανάπτυξη των προϊόντων, η ανάπτυξη της αγοράς με εκπαίδευση, κατάρτιση, εκδόσεις, δημοσιεύσεις, πολυμέσα και marketing, η εξυπηρέτηση της καθημερινής λειτουργίας και ο έλεγχος, η διαπραγμάτευση, σύμφωνα με τους κανονισμούς και τις διαδικασίες, η αποτελεσματική λειτουργία της τεχνολογίας, της πληροφορικής και των συστημάτων, η προώθηση των συνεργασιών στη περιοχή μας και πέραν απ' αυτής και γενικά η ανάπτυξη αποτελεσματικού, στρατηγικού και επιχειρησιακού σχεδιασμού, για το ΧΠΑ και την ΕΤΕΣΕΠ, θα καθοδηγήσουν στην ελληνική αγορά παραγώγων στην εκπλήρωση των στόχων της, προς όφελος της εθνικής οικονομίας.

Με τον Ν. 2533/97 τέθηκε το αναγκαίο θεσμικό για τη δημιουργία επίσημης και οργανωμένης αγοράς παραγώγων προϊόντων στην Ελλάδα. Για την οργάνωση, τη λειτουργία και την ανάπτυξη της αγοράς, ιδρύθηκαν το **Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. – Χ.Π.Α. (Athens Derivatives Exchange S.A.- ΧΠΑ)** και η **Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων Α.Ε. – ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.**

Στις 17 Ιουλίου 2002 πραγματοποιήθηκαν οι γενικές συνελεύσεις των εταιρειών Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. και Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε., στις οποίες εγκρίθηκε το σχέδιο συγχώνευσης των δύο εταιρειών καθώς και η τροποποίηση του καταστατικού της εταιρείας Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε. Η επωνυμία της νέας εταιρείας θα είναι Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. Η συγχώνευση των δύο χρηματιστηρίων συνδέεται με τις ενέργειες περαιτέρω

ορθολογικοποίησης του ομίλου της εταιρείας Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. Συμμετοχών (ΕΧΑΕ), η οποία ελέγχει κατά 100% και τις δύο εταιρείες. Η συγχώνευση Χ.Α.Α. και Χ.Π.Α. εντάσσεται στο πλαίσιο της διεθνούς πρακτικής που διαμορφώνεται και η οποία οδηγεί στη συνένωση των αγορών αξιών και παραγώγων. Σκοπός της νέας εταιρείας Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. θα είναι η οργάνωση, υποστήριξη και παρακολούθηση των συναλλαγών επί κινητών αξιών, παραγώγων προϊόντων και λοιπών χρηματοοικονομικών προϊόντων, η διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού, καθώς και κάθε άλλη συναφής δραστηριότητα.

Με τη γενική συνέλευση του Χ.Π.Α. που πραγματοποιήθηκε στις 17/07/2002 αποφασίστηκε η συγχώνευση με απορρόφηση του «Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών Α.Ε.» από το «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών Α.Ε.». Οι διαδικασίες συγχώνευσης ολοκληρώθηκαν και τυπικά με την υπ' αριθμό Κ2-10999/30-08-02 απόφαση του Υπουργείου Ανάπτυξης και η επωνυμία της νέας εταιρείας είναι «ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.».

1.1. Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.)

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) ξεκίνησε τη λειτουργία το 1999. Το ΧΠΑ ξεκίνησε με μια σειρά από προϊόντα, όπως τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε.) στους δείκτες FTSE/ASE Mid 40, τα Σ.Μ.Ε. σε δεκαετές Ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου, τα Δικαιώματα Προαίρεσης στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40, Δικαιώματα Προαίρεσης σε μετοχές καθώς και τα Συμβόλαια Δανεισμού Τίτλων. Με τα προϊόντα αυτά κάλυψε μια επενδυτική ανάγκη η οποία υπήρχε, αλλά μόλις τα τελευταία χρόνια είχε αρχίσει να γίνεται ιδιαίτερα επεκτατική.

Κατ' αυτό τον τρόπο δόθηκε η δυνατότητα στους επενδυτές να αντισταθμίσουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους, αλλά και να αυξήσουν περαιτέρω τις αποδόσεις τους.

Το Χ.Π.Α. είναι μια σύγχρονη ηλεκτρονική αγορά στην οποία διαπραγματεύονται επενδυτικά προϊόντα που βασίζουν τη τιμή τους σε μια υποκείμενη αξία, για παράδειγμα ένα δείκτη, μια μετοχή ή μια συναλλαγματική ισοτιμία και συνεπώς η αξία τους προέρχεται από την υποκείμενη αυτή αξία. Σε αντίθεση με τις υποκείμενες αξίες, οι συμβάσεις των παράγωγων προϊόντων έχουν περιορισμένη διάρκεια και συγκεκριμένες ημερομηνίες λήξης.

Σκοπός του ΧΠΑ ήταν η οργάνωση και η υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, η οργάνωση της λειτουργίας του συστήματος συναλλαγών αυτών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα. Το ΧΠΑ ξεκίνησε τη λειτουργία του στις 27 Αυγούστου 1999 με πρώτο προϊόν το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE-20 και λειτουργεί με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και ισχύουν οι διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες συμπληρωματικά με τις διατάξεις του Ν.2533/1997.

Τα παράγωγα προϊόντα και τα χαρακτηριστικά τους που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο ΧΠΑ, ορίζονται με σχετική απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του, με τη σύμφωνη γνώμη του Διοικητικού Συμβουλίου του της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.

Με βάση τον σκοπό της λειτουργίας του οι εργασίες του ΧΠΑ έχουν οργανωθεί σε δύο κύριους άξονες:

1. Ο πρώτος αφορά την ανάπτυξη εργασιών όπου δραστηριοποιείται η Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών με τα Τμήματα Μάρκετινγκ, Πωλήσεων και Έρευνας και Ανάπτυξης.
2. Ο δεύτερος αφορά τη διεξαγωγή των συναλλαγών όπου δραστηριοποιείται η Διεύθυνση Διεξαγωγής Συναλλαγών με τα Τμήματα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών και Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών.

Μετοχικό Κεφάλαιο του ΧΠΑ: Το μετοχικό κεφάλαιο του ΧΠΑ ανέρχεται σε 10.230.000.000 € Χωρίζεται στους μετόχους που αποτελούν το ΧΑΑ (35%) σε κάθε εταιρεία, οι Τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με συμμετοχή (28%) στην πρώτη εταιρεία και στη δεύτερη (30%), το Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών (14%) και οι θεσμικοί επενδυτές (5%), το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο με ποσοστό (10%) στην ΕΤΕΣΕΠ, ενώ το ΧΠΑ συμμετέχει στην ΕΤΕΣΕΠ με ποσοστό (9%).

Διοίκηση του ΧΠΑ: Το διοικητικό συμβούλιο του ΧΠΑ αποτελείται από εννέα (9) μέλη. Τρία (3) από τα μέλη που ορίζονται από το ΥΠΕΘΟ μεταξύ προσώπων που έχουν ειδική πείρα και κύρος. Τα υπόλοιπα έξι (6) μέλη του Δ.Σ. εκλέγονται σύμφωνα με τις διατάξεις της νομοθεσίας για τις ανώνυμες εταιρείες από τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Η δυνατότητα μιας εταιρείας του χρηματοπιστωτικού τομέα να γίνει μέλος του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ προσδιορίζεται από τον ιδρυτικό νόμο του ΧΠΑ. Μέλη έχουν τη δυνατότητα να γίνουν οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών. Οι τράπεζες μπορούν να γίνουν μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, αλλά δεν μπορούν να διενεργούν συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα των οποίων το υποκείμενο προϊόν είναι μετοχές και δείκτες επί μετοχών. Ο περιορισμός αυτός θα ισχύει ώσπου να επιτραπεί στις τράπεζες να γίνουν μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η εγγραφή των εταιρειών ως μελών της ΕΤΕΣΕΠ αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για να γίνουν στη συνέχεια μέλη και στο ΧΠΑ, ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει.

Έλεγχος και Εποπτεία του ΧΠΑ: Τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του ΧΠΑ καθώς και της ΕΤΕΣΕΠ ως προς τη τήρηση των σχετικών διατάξεων της νομοθεσίας περί Κεφαλαιαγοράς ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

1.2. Προϊόντα που Διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών

Στο ΧΠΑ διαπραγματεύονται Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) και Δικαιώματα (options), βασισμένα σε διάφορες χρηματοοικονομικές αξίες όπως μετοχές, δείκτες μετοχών, ομόλογα και επιτόκια.

Συγκεκριμένα τα προϊόντα που έχουν ήδη εκπονηθεί και τα οποία προγραμματίζεται να εισαχθούν σταδιακά είναι:

1. Παράγωγα σε δείκτη μετοχών (FTSE/ASE-20).

Συμβόλαια Μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) στον δείκτη FTSE/ASE-20.

Δικαιώματα (options) στον δείκτη FTSE/ASE-20.

2. Παράγωγα σε μετοχές.

Δικαιώματα (options) σε επιλεγμένες μετοχές.

3. Παράγωγα σε επιτόκια.

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) στο 3-μηνιαίο διατραπεζικό ΑΤΗΙΒΟΡ.

4. Παράγωγα σε ισοτιμίες.

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) σε: GRD/USD, GRD/XEU, GRD/JPY.

5. Παράγωγα ομόλογα

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) σε 10-έτη ομόλογα Ε.Δ.

6. Προϊόντα δανεισμού τίτλων μετοχών.

1.3. Μέλη του ΧΠΑ

Στο ΧΠΑ υπάρχουν δύο είδη μελών:

1. Τα απλά μέλη και
2. Οι ειδικοί διαπραγματευτές

Απλά Μέλη

Τα **απλά μέλη** είναι οι **εντολοδόχοι (παραγγελιοδόχοι)**, οι οποίοι μπορούν να εισάγουν τις εντολές των πελατών τους στο σύστημα, αλλά δεν τους επιτρέπεται να κάνουν συναλλαγές για δικό τους λογαριασμό.

Ειδικοί Διαπραγματευτές

Οι **ειδικοί διαπραγματευτές** διακρίνονται σε δύο τύπους:

1. Ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Α και
2. Ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β

Οι **ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Α** είναι μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ και κάνουν πράξεις επί παραγώγων για ίδιο λογαριασμό, καθώς και λογαριασμό πελατών τους.

Οι **ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β** μπορεί να εισάγουν και εντολές πελατείας ή και να διαπραγματεύονται για ίδιο λογαριασμό. Έχουν όμως, επιπρόσθετη υποχρέωση να διαβιβάζουν σε συνεχή βάση ταυτόχρονες δηλώσεις αγοράς και πώλησης για τα συγκεκριμένα παράγωγα προϊόντα για τα οποία έχουν αναλάβει τη σχετική υποχρέωση. Για τη δέσμευσή τους αυτή απολαμβάνουν μειωμένες προμήθειες συναλλαγών καθώς και μειωμένες προμήθειες μέλους και ετήσιες προμήθειες.

Επίσης, τόσο τα απλά μέλη όσο και οι ειδικοί διαπραγματευτές πρέπει να έχουν εγκεκριμένα/πιστοποιημένα στελέχη από το ΧΠΑ, καθώς και την αναγκαία τεχνολογική υποδομή σε εξοπλισμό και λογισμικό.

Οι ειδικοί διαπραγματευτές Β πρέπει να υπογράφουν σχετική σύμβαση που καταρτίζει το ΧΠΑ για τη διαπραγμάτευσή του κάθε προϊόντος ξεχωριστά.

Επιπροσθέτως, για να μπορεί μια εταιρεία να είναι ειδικός διαπραγματευτής (τύπου Α ή τύπου Β) στο ΧΠΑ πρέπει το καταβληθέν μετοχικό της κεφάλαιο να ανέρχεται τουλάχιστον σε 340.750.000.000.

Οι ειδικοί διαπραγματευτές Β είναι υποχρεωμένοι να λειτουργούν σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο σύνολο κανονισμών που περιγράφει σε ποιες σειρές

προϊόντων πρέπει να δίνονται τιμές, το μικρότερο δυνατό μέγεθος συμβολαίων για το οποίο δίνονται τιμές, καθώς και με τη μεγαλύτερη δυνατή διασπορά μεταξύ τιμής προσφοράς και τιμής ζήτησης. Εξάλλου ξένοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί (ΕΠΕΥ), οι οποίοι έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σε άλλο κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και ελέγχονται από τις αρμόδιες αρχές του κράτους αυτού, μπορούν να παρέχουν στην Ελλάδα κύριες ή παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες και να γίνουν μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ. Η δραστηριοποίησή τους μπορεί να γίνει είτε με την ίδρυση υποκαταστήματος στην Ελλάδα είτε απ' ευθείας από το εξωτερικό, χωρίς να απαιτείται χορήγηση άδειας λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, παρά μόνο γνωστοποίηση σχετικής ανακοίνωσης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Υπάρχουν όμως τρεις προβλέψιμες περιπτώσεις στις οποίες γίνεται άρση των υποχρεώσεων:

1. Αγορές υψηλής αστάθειας ή γρήγορες αγορές (fast markets)
2. Ώρες κατά τις οποίες δεν υπάρχουν τιμές στην υποκείμενη αγορά και
3. Περιπτώσεις όπου «κλειδώνει» η υποκείμενη αγορά στα επιτρεπόμενα ημερήσια όρια διακύμανσης. Σημειώνεται ότι οι κινήσεις των ειδικών διαπραγματευτών εποπτεύονται συνεχώς, για να είναι βέβαιο ότι λειτουργούν σύμφωνα με τους κανονισμούς. Ειδικά για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στον FTSE/ASE-20.

Οι υποχρεώσεις των ειδικών διαπραγματευτών τύπου Β είναι οι εξής:

Α) Τιμές:

1. Δίνουν συνεχώς τιμή για τους δύο πρώτους μήνες εκπνοής
2. Δίνουν τιμή για τους υπόλοιπους μήνες εκπνοής εντός 3 λεπτών από τη στιγμή που τους ζητείται τιμή.

Β) Ελάχιστο μέγεθος:

1. Πέντε (5) συμβόλαια ανά μήνα εκπνοής

Γ) Ανώτατη διασπορά:

1. 20 μονάδες δείκτη (περίπου 1% με βάση τη τρέχουσα τιμή του δείκτη) για τον 1 και το 2 μήνα εκπνοής
2. 25 μονάδες δείκτη (περίπου 1,2% με βάση τη τρέχουσα τιμή του δείκτη) για τους υπόλοιπους μήνες εκπνοής.

Επιλογή των Μελών του ΧΠΑ

Η δυνατότητα μιας εταιρείας του χρηματοπιστωτικού τομέα να γίνει μέλος του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ προσδιορίζεται από τον ιδρυτικό νόμο του ΧΠΑ. Μέλη έχουν τη δυνατότητα να γίνουν οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών.(ΕΠΕΥ).

Οι τράπεζες μπορούν να γίνουν μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ, αλλά δε μπορούν να διενεργούν συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα των οποίων το υποκείμενο προϊόν είναι μετοχές και δείκτες επί μετοχών. Ο περιορισμός αυτός θα ισχύει εωσότου να επιτραπεί στις τράπεζες να γίνουν μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Η εγγραφή των εταιρειών ως μελών της ΕΤΕΣΕΠ αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για να γίνουν στη συνέχεια μέλη και στο ΧΠΑ, ενώ το αντίστροφο δεν ισχύει. Με την εφαρμογή αυστηρών οικονομικών προϋποθέσεων για τα μέλη, το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ επιδιώκουν να μειώσουν την έκθεση του Χρηματιστηρίου

Παραγώγων στον κίνδυνο και κατά συνέπεια να αυξήσουν την πιστοληπτική τους αξιοπιστία.

1.4. Διεξαγωγή και Εκκαθάριση Συναλλαγών στο ΧΠΑ. Υποστήριξη και Παρακολούθηση της Διεξαγωγής Συναλλαγών στο ΧΠΑ

Η ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών στο ΧΠΑ αποτελεί έναν από τους πλέον κρίσιμους παράγοντες για την επιτυχία των παραγώγων προϊόντων στην ελληνική αγορά.

Γι' αυτό, το ΧΠΑ έχει δώσει ιδιαίτερη σημασία στη στελέχωση και την συνολική οργάνωση της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών, η οποία αποτελείται από δύο βασικά τμήματα:

1. Τμήμα Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών
2. Τμήμα Παρακολούθησης Διεξαγωγής Συναλλαγών

Σκοπός του **Τμήματος Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών** είναι η υποστήριξη των συναλλαγών που πραγματοποιούνται στην αγορά παραγώγων, η επίβλεψη της ομαλής λειτουργίας της, μέσω ενεργειών πριν και μετά τις ώρες της συνεδρίασης και η παροχή βοήθειας προς τα μέλη μέσω του Γραφείου Παροχής Βοήθειας.

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

2. Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.)

Με την εφαρμογή αυστηρών οικονομικών προϋποθέσεων για τα μέλη το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ επιδιώκουν να μειώσουν την έκθεση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων στον κίνδυνο και κατά συνέπεια να αυξήσουν την πιστοληπτική τους αξιοπιστία. Σύμφωνα με το νόμο για να γίνει μια Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) μέλος της ΕΤΕΣΕΠ ή και του ΧΠΑ πρέπει να έχει η ίδια κεφάλαια τουλάχιστον 102.225.000.000 € Προκειμένου δε να είναι μέλος τόσο του ΧΑΑ όσο και του ΧΠΑ, με δυνατότητα απλής διεκπεραίωσης εντολών των πελατών τους, μια χρηματιστηριακή εταιρεία πρέπει να διαθέτει εγκεκριμένα ίδια κεφάλαια τουλάχιστον

170.375.00.000 €

Η ΕΤΕΣΕΠ κατ' εφαρμογή του νόμου γίνεται ο αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή που διεξάγεται στο ΧΠΑ και εκκαθαρίζεται στην ΕΤΕΣΕΠ. Έτσι ο κίνδυνος αθέτησης εκπλήρωσης της υποχρέωσης που έχει αναλάβει το καθένα από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη αναλαμβάνεται από το Χρηματιστήριο και συνεπώς το ενδεχόμενο πραγματοποίησης ζημιών λόγω του πιστωτικού κινδύνου δεν υφίσταται για τους επενδυτές για συναλλαγές που διεξάγονται μέσω του ΧΠΑ. Γι' αυτό το λόγο κύριο μέλημα της ΕΤΕΣΕΠ είναι η συνεχής παρακολούθηση των κινδύνων, η εποπτεία των πρακτικών συναλλαγής που ακολουθούν τα μέλη και η χρήση κάθε μέσου που έχει στη διάθεσή της, προκειμένου να μειώσει τους κινδύνους που συνδέονται με την αρμοδιότητά της. Αναφορικά με την εγγύηση της εκτέλεσης των συναλλαγών που διαπραγματεύονται στο ΧΠΑ, έχει θεσπίσει διάφορους προστατευτικούς μηχανισμούς.

Ανάμεσα σε αυτούς τους προστατευτικούς μηχανισμούς είναι το περιθώριο ασφάλισης που παρέχεται από κάθε τελικό πελάτη (κωδικός εκκαθάρισης) και είναι το ποσό που ζητεί η ΕΤΕΣΕΠ ως ασφάλιση, σε πρώτη φάση με τη μορφή μετρητών σε ευρώ, που θα χρησιμοποιηθεί σε περίπτωση που ο πελάτης δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, οι οποίες απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

2.1. Σκοπός της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων

1. Η συμμετοχή ως αντισυμβαλλόμενου στις συμβάσεις που συνάπτονται στο ΧΠΑ επί παραγώγων
2. Η εκκαθάριση των συναλλαγών που διενεργούνται
3. Η διασφάλιση της προσήκουσας εκπλήρωσης εκ μέρους των συμβαλλομένων με αυτή μερών των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές αυτές
4. Η συνεργασία με τα μέλη εκκαθάρισης και τις τράπεζες, ώστε να γίνεται δέσμευση/αποδέσμευση των περιθωρίων ασφαλείας και ο χρηματικός διακανονισμός επί των συναλλαγών, καθώς και κάθε συναφής δραστηριότητα.
5. Η Διεύθυνση Εκκαθάρισης Συναλλαγών της ΕΤΕΣΕΠ είναι βασική της διεύθυνση και αποτελείται από τρία τμήματα, τα εξής:
 - a. Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου
 - b. Τμήμα Εκκαθάρισης Συναλλαγών και

c. Τμήμα Υποστήριξης Εκκαθάρισης Συναλλαγών.

2.2. Μετοχικό Κεφάλαιο της ΕΤΕΣΕΠ

Οι μετοχές της ΕΤΕΣΕΠ είναι ονομαστικές και το μετοχικό κεφάλαιο ανέρχεται σε 71.905.419,30 €. Οι μέτοχοι είναι οι τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα (30%), το ΧΑΑ (35%), το Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών (1,1%), οι Θεσμικοί επενδυτές (4,4%), το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο (10%), το ΧΠΑ (9%)

Διοίκηση της ΕΤΕΣΕΠ

Η διοίκηση της ΕΤΕΣΕΠ ασκείται από το Διοικητικό Συμβούλιο, κατά τις διατάξεις του νόμου περί Ανωνύμων Εταιρειών και τις διατάξεις του καταστατικού της.

2.3. Μέλη της ΕΤΕΣΕΠ

Το διοικητικό συμβούλιο της ΕΤΕΣΕΠ, για να κάνει δεκτή την αίτηση για απόκτηση της ιδιότητας του μέλους, πρέπει να ικανοποιούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις:

1. Το υποψήφιο μέλος της Ε.Π.Ε.Υ. που δικαιούται να παρέχει την επενδυτική υπηρεσία της φύλαξης ή και της διακίνησης ενός ή περισσότερων κινητών αξιών, τίτλων χρηματαγοράς και παραγώγων.
2. Το υποψήφιο μέλος να διαθέτει ίδια κεφάλαια τουλάχιστον ίσα με αυτά που απαιτούνται από τα μέλη του ΧΑΑ, όταν συνάπτουν εκτός κύκλου συναλλαγές.
3. Το υποψήφιο μέλος να έχει αποδεχτεί τις εκάστοτε οριζόμενες συμβάσεις μεταξύ αυτού και της ΕΤΕΣΕΠ. Με τις συμβάσεις αυτές προσδιορίζονται οι υποχρεώσεις και τα δικαιώματα των μελών της ΕΤΕΣΕΠ ως προς την ΕΤΕΣΕΠ, ενδεικτικά αλλά όχι περιοριστικά, το ποσό εγγραφής μέλους, η ετήσια συνδρομή και τα χρηματικά δικαιώματα της ΕΤΕΣΕΠ για τις υπηρεσίες που παρέχει και οι ασφάλειες τις οποίες οφείλει να παρέχει το μέλος υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ.
4. Το υποψήφιο μέλος να πληρεί τις προϋποθέσεις οργάνωσης και να διαθέτει τα τεχνικά μέσα που ορίζει ο κανονισμός λειτουργίας της ΕΤΕΣΕΠ. Ειδικότερα τα μέλη της ΕΤΕΣΕΠ είναι τα εξής:
 - a. **Άμεσο Μέλος ΕΤΕΣΕΠ:**
Το Άμεσο Μέλος δικαιούται να εκκαθαρίζει αποκλειστικά συναλλαγές που διενεργεί το ίδιο ως μέλος του ΧΠΑ για ίδιο λογαριασμό ή/και για πελάτες.
 - b. **Γενικό Μέλος ΕΤΕΣΕΠ:**
Το Γενικό Μέλος δικαιούται να εκκαθαρίζει συναλλαγές επί όλων των κατηγοριών των παραγώγων προϊόντων που έχουν συναφθεί από οποιοδήποτε Μέλος του ΧΠΑ με το οποίο έχει προηγουμένως συμβληθεί. Εταιρείες Μέλη του ΧΠΑ, με οποιαδήποτε από τις ιδιότητες του μέλους ΧΠΑ, οι οποίες δεν

επιθυμούν να είναι μέλη της ΕΤΕΣΕΠ είναι υποχρεωμένες να αναθέτουν την εκκαθάριση σε ένα ή περισσότερα Γενικά Μέλη της ΕΤΕΣΕΠ και αποτελούν

c. Μη Εκκαθαριστικά Μέλη.

Κατάλογος μελών της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π Μέλη ΕΤΕΣΕΠ

1. Εμπορική τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
2. Τράπεζα Εργασίας Α.Ε.
3. Εθνική τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.
4. Τράπεζα Χίου Α.Ε.

2.4. Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών(ΧΠΑ) - Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ)

Μετάβαση σε Ευρώ από την 1/1/2001

Η εισαγωγή του Ευρώ στο ΧΠΑ και την ΕΤΕΣΕΠ θα είναι εναρμονισμένη με το γενικότερο χρονοδιάγραμμα εισαγωγής του στην Ελληνική πραγματικότητα, όπως αυτό περιγράφεται στο Εθνικό Σχέδιο Μετάβασης. Μέχρι τις 31/12/2000 το ευρώ θα αποτελέσει ξένο νόμισμα για την Ελλάδα. Από την 1/1/2001 το ευρώ θα αντικαταστήσει τη δραχμή ως εθνικό νόμισμα. Κατά τη μεταβατική περίοδο, από 1/1/2001 μέχρι 31/12/2001, το ευρώ θα υπάρχει μόνο σε λογιστική μορφή, ενώ η δραχμή θα είναι το μοναδικό μέσο πληρωμής τοις μετρητοίς. Με το πέρας της μεταβατικής περιόδου και κατά το χρονικό διάστημα 1/1/2002-28/2/2002 θα πραγματοποιηθεί σταδιακή απόσυρση της δραχμής και ταυτόχρονη κυκλοφορία νομισμάτων ευρώ. Η 1/3/2002 είναι η καταπληκτική ημερομηνία, μετά από την οποία το ευρώ θα είναι μοναδικό νόμισμα για όλες τις συναλλαγές.

Το ΧΠΑ και Η ΕΤΕΣΕΠ βρίσκονται σε συνεργασία με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών τις τράπεζες περιθωρίου ασφάλισης, την τράπεζα διακανονισμού, την ένωση ελληνικών τραπεζών, την ένωση θεσμικών επενδυτών και το υπουργείο εθνικής οικονομίας, το οποίο έχει το συντονιστικό ρόλο για τη μετάβαση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς σε ευρώ. Το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ έχουν λάβει υπόψη τους τις επιμέρους ενέργειες του Εθνικού Σχεδίου Μετάβασης, το οποίο θέτει τις γενικές κατευθύνσεις για τη μετάβαση του συνόλου των φορέων/οργανισμών της χώρας σε ευρώ.

Διαδικασία Μετάβασης και Χρονοδιάγραμμα

Το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ σκοπεύουν να προχωρήσουν με διαδικασία “άμεσης και ολικής μετάβασης” (big bang) σε ευρώ από την 1/1/2001. **Από την ημερομηνία αυτή και μετά η διαπραγμάτευση, ο διακανονισμός και η εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών σε οργανωμένες αγορές στην Ελλάδα θα διενεργούνται σε ευρώ.** Η οριστική, “κλειδωμένη” ισοτιμία μεταξύ ευρώ και δραχμής θα χρησιμοποιηθεί για τη μετατροπή των τιμών των δεδομένων. Εξαιρέση αποτελεί ο διακανονισμός και η εκκαθάριση των συναλλαγών της 29/12/2000 που θα διεξαχθεί σε δραχμές την 3/1/2000.

2.4.1. Άλλες Σημαντικές Ημερομηνίες

15/10/2000: Ολοκλήρωση βασικών ενεργειών σε επιχειρησιακό, τεχνικό και νομικό επίπεδο.

24/11/2000: Ολοκλήρωση φάσης ελέγχων καλής λειτουργίας πληροφοριακών συστημάτων ΧΠΑ.

11/12/2000: Ολοκλήρωση φάσης ελέγχων καλής λειτουργίας με συμμετοχή όλων των συμμετεχόντων φορέων (ΚΑΑ, ΧΑΑ, Μέλη, Προμηθευτές Πληροφορίας και Προμηθευτές συστημάτων front και back office για τα μέλη).

30/12/2000-2/1/2001: Μετάβαση σε ευρώ.

Αναστολή λειτουργίας κατά την 2/1/2001

Το ΧΠΑ θα αναστείλει τη διαπραγμάτευση των προϊόντων του κατά την 2/1/2001 εναρμονισμένο με τη μη πραγματοποίηση συναλλαγών σε μετοχές και ομόλογα από το ΧΑΑ και τις Ελληνικές Τράπεζες (κατά την ίδια ημερομηνία).

Αριθμός δεκαδικών ψηφίων στις τιμές

Το ΧΠΑ/ΕΤΕΣΕΠ θα κάνει χρήση 2 δεκαδικών ψηφίων κατά την απεικόνιση των δεδομένων του, εφαρμόζοντας πιστά τους κανόνες στρογγυλοποίησης που έχουν τεθεί και περιγράφονται στον κανονισμό (ΕΚ) 1103/97 του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου. Όσο αναφορά τους πιθανούς ενδιάμεσους υπολογισμούς, το ΧΠΑ/ΕΤΕΣΕΠ δεν θα προβαίνει σε στρογγυλοποιήσεις έτσι ώστε να αποφευχθούν πιθανές σημαντικές αποκλίσεις.

Αντιμετώπιση ανεκτέλεστων εντολών σε δραχμές πριν τη μετάβαση

Το συγκεκριμένο θέμα αναφέρεται σε εντολές που θα έχουν μείνει ανεκτέλεστες κατά την τελευταία μέρα διαπραγμάτευσης σε δραχμές, δηλαδή την 29/12/2000. Το ΧΠΑ θα ειδοποιήσει εγκαίρως τα μέλη του ώστε να προβούν σε ακύρωση των εντολών και επανεισαγωγή τους την 3/1/2000.

Καθορισμός χαρακτηριστικών νέων προϊόντων σε ευρώ

Το ΧΠΑ θα ενημερώσει για τα χαρακτηριστικά όλων των προϊόντων του και τη νέα τιμολογιακή πολιτική του.

Διάχυση δεδομένων αγορών σε πραγματικό χρόνο

Τα δεδομένα των αγορών που συναλλάσσονται σε δραχμές σε πραγματικό χρόνο θα αποστέλλονται σε ευρώ από την 1/1/2001. Η μετάβαση του ΧΠΑ σε ευρώ δεν θα επηρεάσει τις τιμές των προϊόντων που αναφέρονται σε δείκτες και ομόλογα.

Ιστορικά δεδομένα

Τα ιστορικά δεδομένα του συστήματος στατιστικής και πληροφόρησης του ΧΠΑ τα οποία είναι σε δραχμές θα μετατραπούν και θα διατίθενται και σε ευρώ. Για

τη μετατροπή των εν λόγω δεδομένων θα γίνει χρήση της οριστικής, “κλειδωμένης” ισοτιμίας μεταξύ ευρώ και δραχμής.

Δελτία τιμών

Για τα προϊόντα του ΧΠΑ τα οποία διαπραγματεύονται σε δραχμές, τα δελτία τιμών του ΧΠΑ θα απεικονίζουν τιμές σε ευρώ και δραχμές καθ’ όλη τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου.

Πινακίδια

Για τα προϊόντα του ΧΠΑ τα οποία διαπραγματεύονται σε δραχμές, η απεικόνιση τιμών στα πινακίδια των μελών του ΧΠΑ θα γίνεται σε ευρώ και δραχμές κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου.

Περιθώρια ασφάλισης

Από 1/1/2000 τα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης θα υπολογίζονται από την ΕΤΕΣΕΠ σε ευρώ. Κατά την διάρκεια της μεταβατικής περιόδου τα υπόλοιπα των λογαριασμών περιθωρίων θα αποτιμώνται σε ευρώ.

Φορείς/οργανισμοί με τους οποίους υπάρχει αλληλεξάρτηση

Το ΧΠΑ και η ΕΤΕΣΕΠ βρίσκονται σε συνεχή επαφή και συνεννόηση για καλύτερο συντονισμό των ενεργειών του με τους παρακάτω φορείς:

1. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ)
2. Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (ΚΑΑ)
3. Σύνδεσμος Μελών χρηματιστηρίων Αθηνών (ΣΜΕΧΑ)
4. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
5. Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας
6. Υπουργείο Οικονομικών (θέματα αγοράς ομολόγων)
7. Ένωση Θεσμικών Επενδυτών
8. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών
9. Προμηθευτές Πληροφορίας
10. Προμηθευτές συστημάτων front και back office για τα μέλη

2.5. Εξασφαλίσεις για τις Συναλλαγές (Προστατευτικοί Μηχανισμοί - Περιθώριο Ασφάλισης)

Προστατευτικοί Μηχανισμοί

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

Η ΕΤΕΣΕΠ κατ' εφαρμογή του νόμου γίνεται ο αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή που διεξάγεται στο ΧΠΑ και εκκαθαρίζεται στην ΕΤΕΣΕΠ.

Έτσι, ο κίνδυνος αθέτησης εκπλήρωσης της υποχρέωσης που έχει αναλάβει το καθένα από τα δύο συμβαλλόμενα μέρη **αναλαμβάνεται από το χρηματιστήριο** και συνεπώς το ενδεχόμενο πραγματοποίησης ζημιών λόγω του πιστωτικού κινδύνου δεν υφίσταται για τους επενδυτές για συναλλαγές που διεξάγονται μέσω του ΧΠΑ.

Γι' αυτό το λόγο, κύριο μέλημα της ΕΤΕΣΕΠ είναι συνεχής παρακολούθηση των κινδύνων, η εποπτεία των πρακτικών συναλλαγής που ακολουθούν τα μέλη και η χρήση κάθε μέσου που έχει στη διάθεσή της, προκειμένου να εξασφαλίσει την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Ακόμη, η ΕΤΕΣΕΠ προκειμένου να μειώσει τους κινδύνους που συνδέονται με την αρμοδιότητά της, αναφορικά με την εγγύηση της εκτέλεσης των συναλλαγών που διαπραγματεύονται στο ΧΠΑ, έχει θεσπίσει διάφορους προστατευτικούς μηχανισμούς.

Περιθώρια Ασφάλισης

Ανάμεσα στους προστατευτικούς μηχανισμούς είναι το περιθώριο ασφάλισης που παρέχεται από κάθε τελικό πελάτη (κωδικός εκκαθάρισης) και είναι το ποσό που ζητεί η ΕΤΕΣΕΠ ως ασφάλιση, σε πρώτη φάση με τη μορφή μετρητών που θα χρησιμοποιηθεί σε περίπτωση που ο πελάτης δε μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, οι οποίες απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό.

Όταν δύο επενδυτές αποφασίσουν να διαπραγματευτούν χρηματοοικονομικά παράγωγα εκτός της οργανωμένης αγοράς διατρέχουν άμεσο κίνδυνο αθέτησης της συμφωνίας, όταν ο ένας εκ των δύο συμβαλλομένων δεν τηρήσει την υποχρέωση που ανέλαβε. Ένας από τους σημαντικότερους λόγους για την δημιουργία οργανωμένης αγοράς παραγώγων είναι και η εξάλειψη αυτού του πιστωτικού κινδύνου μέσω της ΕΤΕΣΕΠ η οποία μπαίνει ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε συναλλαγή με παράγωγα προϊόντα.

Το περιθώριο ασφάλισης κατατίθεται σε τράπεζα Θεματοφυλακής και αναπροσαρμόζεται καθημερινά (market to market) ανάλογα με την τιμή της υποκείμενης αξίας.

Η ΕΤΕΣΕΠ χρησιμοποιεί ένα μοντέλο για τον υπολογισμό του περιθωρίου ασφάλισης που έχει αναπτυχθεί και χρησιμοποιείται εδώ και πολλά χρόνια από το Χρηματιστήριο ΟΜ της Στοκχόλμης.

Πρόκειται για έναν υπολογισμό που βασίζεται στις ανοιχτές θέσεις των πελατών, στην ιστορική διακύμανση των τιμών και τις καθημερινές τιμές των προϊόντων. Το ακριβές ύψος του περιθωρίου ασφάλισης R.I.V.A. διαμορφώνεται ανάλογα με το προϊόν και τη μεταβλητότητα (volatility) της αγοράς. Ο ακριβής υπολογισμός του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης γίνεται μέσω του μοντέλου R.I.V.A. (Risk Valuation), το οποίο βασίζεται στον υπολογισμό της μέγιστης αρνητικής μεταβολής μιας ανοιχτής θέσης λόγω της διακύμανσης της τιμής της υποκείμενης αξίας, μέσα στο χρονικό διάστημα που απαιτείται από την ΕΤ.Ε.ΣΕ.Π. για να καλύψει τυχόν ζημιές από το κλείσιμο της θέσης αυτής στην αγορά.

Επιπλέον, η ΕΤΕΣΕΠ θα εφαρμόσει ενδοημερήσιο περιθώριο ασφάλισης (intra-day margin call) σε περιόδους κρίσεων ή σε περιπτώσεις που το κρίνει απαραίτητο.

Εναλλακτικές Πηγές Κάλυψης του Κινδύνου

Για λόγους καλύτερης ασφάλισης του συστήματος η ΕΤΕΣΕΠ έχει αποφασίσει την εφαρμογή των ακόλουθων μέτρων για την εξασφάλιση **εναλλακτικών πηγών κάλυψης**.

1. Η ΕΤΕΣΕΠ επιβάλλει ανά μέλος εκκαθάρισης ένα επιπλέον προσωρινό περιθώριο ασφάλειας σε μετρητά ή το αντίστοιχο σε ομόλογα ελληνικού δημοσίου. Στο μέλλον, όταν επιτραπεί από το νόμο, θα χρησιμοποιηθούν οι τραπεζικές εγγυήσεις για τον σκοπό αυτό.

Σημειώνεται ότι το πόσο αυτό δεν μένει σταθερό, αλλά διαχρονικά μεταβάλλεται ανά μέλος, ανάλογα με το ρίσκο που λαμβάνει το μέλος και οι πελάτες του.

2. Ακόμα, η ΕΤΕΣΕΠ έχει προβλέψει **ασφαλιστική κάλυψη** (insurance indemnity), η οποία θα χρησιμοποιηθεί ως δευτερεύουσα γραμμή άμυνας, σε περίπτωση που το σύνολο του ενέχυρου ενός μέλους δεν επαρκεί για την κάλυψη ενδεχόμενων ζημιών.

2.5.1. Εκκαθάριση των Συναλλαγών Μέσω της ΕΤΕΣΕΠ

Σκοπός του **Τμήματος Εκκαθάρισης Συναλλαγών** είναι η διεξαγωγή της εκκαθάρισης και η παρακολούθηση της τήρησης των υποχρεώσεων επενδυτών και μελών.

Μετά το τέλος κάθε συνεδρίασης του ΧΠΑ, το Τμήμα Εκκαθάρισης υπολογίζει και προσδιορίζει τις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις του κάθε συναλλασσόμενου που απορρέουν από τις πράξεις του σε παράγωγα για τον ημερήσιο διακανονισμό, καθώς και τις συνολικές υποχρεώσεις και απαιτήσεις των μελών της ΕΤΕΣΕΠ που εκπροσωπούν τους συναλλασσόμενους στη διαδικασία της εκκαθάρισης.

Το Τμήμα Εκκαθάρισης Συναλλαγών προσδιορίζει τα νέα απαιτούμενα περιθώρια ασφάλισης ανά συναλλασσόμενο και διαβιβάζει σχετικές εντολές δέσμευσης ή αποδέσμευσης στις Τράπεζες Θεματοφυλακής.

Παράλληλα, σε συνεργασία με τη **Τράπεζα Διακανονισμού** και το **Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών** (με το τελευταίο για τα προϊόντα με παράδοση) διεξάγει την εκκαθάριση το πρωί της επόμενης ημέρας και ελέγχει σε συνεργασία με τις Τράπεζες Θεματοφυλακής την επιτυχή δέσμευση των περιθωρίων ασφάλισης.

Σε περίπτωση αθέτησης υποχρέωσης ενεργοποιεί τις σχετικές διαδικασίες έναντι του υπερήμερου οφειλέτη και προχωρεί στο κλείσιμο των θέσεων του. Επίσης, προσδιορίζει και θέτει τους κανόνες διεξαγωγής της εκκαθάρισης και παρέχει οποιαδήποτε σχετική πληροφορία.

Το αρμόδιο τμήμα που είναι προσαρμοσμένο προς το εξωτερικό περιβάλλον της αγοράς των παραγώγων είναι το Τμήμα Υποστήριξης της Εκκαθάρισης. Συντονίζει εξορισμού τα άλλα Τμήματα των ΧΠΑ/ΕΤΕΣΕΠ, τα μέλη, τη Τράπεζα της Ελλάδος και το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών προκειμένου να διευκολύνει την ομαλή λειτουργία ολόκληρης της αγοράς σχετικά με τις διαδικασίες εκκαθάρισης. Βασικός του ρόλος είναι να γίνει ο αποδέκτης των ερωτημάτων της αγοράς των

παραγώγων και ο συνδυασμός μεταξύ αυτής και της ΕΤΕΣΕΠ (κυρίως με τα Τμήματα Εκκαθάρισης και Διαχείρισης Κινδύνου.)

Επιπλέον, αποτελεί τη γέφυρα μεταξύ της συναλλακτικής δραστηριότητας που αποτελείται στο ΧΠΑ και της εκκαθαριστικής δραστηριότητας που επιτελείται στην ΕΤΕΣΕΠ.

2.6. Ο Ρόλος της ΕΤΕΣΕΠ στη Διαδικασία Εκκαθάρισης των Συναλλαγών

Η ΕΤΕΣΕΠ έχει την ευθύνη για την εκκαθάριση των συναλλαγών. Από τη στιγμή που θα πραγματοποιηθεί συναλλαγή στο ΧΠΑ, η ΕΤΕΣΕΠ πρέπει να διεκπεραιώσει τέσσερις λειτουργίες, τις εξής:

1. Να καταγράψει τη συναλλαγή
2. Να εκκαθαρίσει τη συναλλαγή
3. Να υπολογίσει το περιθώριο ασφάλισης που πρέπει να δεσμεύσει από τους επενδυτές και
4. Να διακανονίσει τις υποχρεώσεις των συμβαλλομένων.

Πάντοτε, ο αντισυμβαλλόμενος του τελικού επενδυτή είναι η ΕΤΕΣΕΠ. Σε περίπτωση που κάποιος επενδυτής δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από συναλλαγή, το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ που εκπροσωπεί τον εν λόγω επενδυτή, είναι υπεύθυνο για την ενημέρωση της ΕΤΕΣΕΠ σχετικά με την αδυναμία του επενδυτή. Η κάλυψη των υποχρεώσεων του επενδυτή αναλαμβάνεται από την ΕΤΕΣΕΠ (χρησιμοποιώντας το «περιθώρια ασφάλισης» του επενδυτή).

Αν και είναι μετά η χρησιμοποίηση των περιθωρίων ασφάλισης του επενδυτή, τότε το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ θα κληθεί να καλύψει τη διαφορά.

Η εκκαθάριση των συναλλαγών του χρηματιστηρίου παραγώγων περιλαμβάνει τις γνωστές, από το Χρηματιστήριο Αξιών, λειτουργίες εκκαθάρισης (clearing) και χρηματικού διακανονισμού (settlement), αλλά και τη διαδικασία των περιθωρίων ασφάλισης (margining).

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 της ΕΤΕΣΕΠ). Στη συνολική διαδικασία συμμετέχουν οι εξής οργανισμοί:

1. ΧΠΑ, ΕΤΕΣΕΠ, ΚΑΑ (Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών)
2. Τράπεζες Θεματοφυλακής
3. Τράπεζες Διακανονισμού
4. Τράπεζα Ελλάδος

Επομένως, η ΕΤΕΣΕΠ εκκαθαρίζει τις πράξεις που γίνονται στο ΧΠΑ. **Η εκκαθάριση μπορεί με συντομία να οριστεί ως διαδικασία καταχώρισης, τήρησης θέσεων, διακανονισμού και υπολογισμού των περιθωρίων ασφάλισης των συμβολαίων που έχουν διαπραγματευτεί.**

Πρωταρχικός ρόλος της ΕΤΕΣΕΠ είναι να αποτελεί τον εγγυητή όλων των πράξεων που έχουν εκτελεστεί στο ΧΠΑ και να δρα ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε πράξη. Καθώς η ΕΤΕΣΕΠ καταχωρεί μία πράξη, γίνεται ο **αγοραστής** για κάθε τελικό πωλητή και ο **πωλητής** για κάθε τελικό αγοραστή.

Η ΕΤΕΣΕΠ, προκειμένου να προστατεύσει τον εαυτό της και κατά συνέπεια την ίδια την αγορά έναντι των κινδύνων που αναλαμβάνει ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος, εγκαθιστά διάφορα επίπεδα οικονομικών απαιτήσεων, όπως περιθώρια ασφάλισης, εγγυήσεις, ελάχιστο απαιτούμενο κεφάλαιο ή άλλους τρόπους οικονομικής διασφάλισης. Η ευθύνη που αναλαμβάνει η ΕΤΕΣΕΠ ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε πράξη ποτέ δεν πρέπει να υποτιμάται.

2.7. Διακανονισμός Συναλλαγών

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

Πιο αναλυτικά, ο διακανονισμός αφορά τα εξής θέματα:

1. Χρηματικά ποσά προς διακανονισμό ανά πελάτη:

Είναι τα ποσά που αποτελούν τα συστατικά μέρη της τελικής χρηματικής απαίτησης ή υποχρέωσης των πελατών για την ημερήσια εκκαθάριση.

Προκύπτουν από απαιτήσεις ή υποχρεώσεις για τιμήματα δικαιωμάτων (premium), από κέρδη ή ζημιές από ανοιχτές θέσεις σε Σ.Μ.Ε. (mark to market), από κέρδη ή ζημιές από το κλείσιμο θέσεων σε Σ.Μ.Ε., από απαιτήσεις ή υποχρεώσεις από συμβόλαια δανεισμού τίτλων.

Το αλγεβρικό άθροισμά τους (συμψηφισμός), ανά επενδυτή αποτελεί τη συνολική απαίτηση ή υποχρέωση του πελάτη έναντι της εκκαθάρισης.

2. Τίτλοι προς διακανονισμό ανά πελάτη

Αναφέρονται στην καθημερινή υποχρέωση παράδοσης τίτλων ή στην απαίτηση παραλαβής τους που προκύπτει από εξάσκηση δικαιωμάτων από λήξεις Σ.Μ.Ε που προβλέπουν φυσική παράδοση των υποκείμενων αξιών, όπως και από μετοχές που πρόκειται να παραδοθούν ή να παραληφθούν από την έναρξη ή και τη λήξη συμβολαίου τίτλων. Τίτλοι που πρέπει να παραδοθούν ή να παραληφθούν δεν συμψηφίζονται μεταξύ τους.

3. Χρηματικά ποσά προς διακανονισμό ανά μέλος της ΕΤΕΣΕΠ από τη διαδικασία της ημερήσιας εκκαθάρισης προκύπτουν ως εξής:

- a. Το αλγεβρικό άθροισμα όλων των συνολικών απαιτήσεων ή υποχρεώσεων των πελατών του, αποτελεί τη συνολική απαίτηση ή υποχρέωση του μέλους από/προς την ΕΤΕΣΕΠ, έναντι των πελατών του.
- b. Το σύνολο όλων των προμηθειών υπέρ της ΕΤΕΣΕΠ και του ΧΠΑ από τις πράξεις που εκτελέστηκαν την προηγούμενη ημέρα.
- c. Το αλγεβρικό άθροισμα όλων των συνολικών απαιτήσεων ή υποχρεώσεων του μέλους για τις δικές του πράξεις (στην περίπτωση που είναι ειδικός διαπραγματευτής).

2.8. Ηλεκτρονικό Σύστημα Διεξαγωγής και Εκκαθάρισης Συναλλαγών

Η ομαλή διεξαγωγή των συναλλαγών με σύγχρονα μέσα αποτελεί μία από τις βασικές προτεραιότητες του ΧΠΑ. Ως εκ τούτου η διεξαγωγή συναλλαγών γίνεται ηλεκτρονικά (screen trading) από τους χώρους των εταιρειών-μελών του ΧΠΑ. Η διαπραγμάτευση των παραγώγων γίνεται μέσω του **Ηλεκτρονικού Συστήματος Διαπραγμάτευσης Ο.Α.Σ.Η.Σ. (Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών.)**

Ο λόγος που επιλέχθηκε η ανάπτυξη και η εγκατάσταση, από την αρχή της λειτουργίας του ΧΠΑ, ενός πλήρως αυτοποιημένου 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 ένα Χρηματιστήριο Παραγώγων. Η δυνατότητα επιτυχίας της αγοράς των παραγώγων προϊόντων σε μία χώρα εξαρτάται από παράγοντες, όπως η διαφάνεια της τρέχουσας αγοράς, η ευκολία για χρηματιστηριακές συναλλαγές και οι όροι διακανονισμού των παραγώγων.

Με το Ο.Α.Σ.Η.Σ. εξασφαλίζεται διαφάνεια στις συναλλαγές και αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου. Ακολουθώντας, με την απούλοποίηση και την εισαγωγή συμβολαίων δανεισμού τίτλων επιτυγχάνεται η δυνατότητα ανοιχτών πωλήσεων και εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (arbitrage) μεταξύ της αγοράς παραγώγων, διασφαλίζοντας έτσι την αποτελεσματική σύνδεση των δύο αγορών.

Παράδειγμα:

Αν κάποιος επιθυμεί να πάρει μια **θέση** Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Σ.Μ.Ε) στο ΧΠΑ, απλά δίνει μια εντολή αγοράς ή πώλησης σε μια εταιρεία μέλος το ΧΠΑ, με την οποία συνεργάζεται, η οποία με την σειρά της περνά την εντολή στο Ηλεκτρονικό Σύστημα Συναλλαγών του ΧΠΑ. Στις εντολές προσδιορίζεται ο υποκείμενος τίτλος (μετοχή FTSE/ASE-20, ομόλογο) του οποίου επενδυτής θέλει να αγοράσει ή να πουλήσει ΣΜΕ (θέση αγοράς ή θέση πώλησης). Επιπλέον, δηλώνει αν επιθυμεί να ανοίξει ή να κλείσει μία θέση.

Επίσης, οι επενδυτές δηλώνουν το ακριβές όριο τιμής στο οποίο είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν ή να πουλήσουν, για κάθε επιμέρους εντολή. Αμέσως, με την εισαγωγή της εντολής, το σύστημα συναλλαγών αρχίζει να ψάχνει για εντολή διασταύρωσης (matching) αγοράς ή πώλησης που έχει υποβληθεί από έναν άλλο συναλλασσόμενο. Αν, μια τέτοια εντολή βρεθεί, η πρώτη εντολή θα εκτελεστεί αμέσως.

Αν δεν βρεθεί, η εισαγωγή της σώζεται στο κεντρικό βιβλίο εντολών. Όταν, δίνει κάποιος μία εντολή, μπορεί να προσδιορίσει και το χρονικό ορίζοντα του Ο.Α.Σ.Η.Σ.

Όλες οι συναλλαγές στα τυποποιημένα παράγωγα, διεξάγονται σε αυτό το σύστημα, που αποτελεί μια **ηλεκτρονική αγορά**, στην οποία η πρόσβαση γίνεται με ηλεκτρονικούς υπολογιστές (PCs), στις εγκαταστάσεις του κάθε μέλους. Τα μέλη των ΧΠΑ και ΕΤΕΣΕΠ διενεργούν τις συναλλαγές τους χρησιμοποιώντας ηλεκτρονικούς υπολογιστές. Τόσο οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, όσο και το σύστημα συναλλαγών, είναι συνδεδεμένα με το Δίκτυο Χρηματιστηριακών Συναλλαγών (Δ.Χ.Σ.).

3. Συνεργασία ΕΤΕΣΕΠ με Τράπεζες Διακανονισμού και Τράπεζες Τήρησης Περιθωρίου Ασφάλειας στη Διαδικασία Εκκαθάρισης των Συναλλαγών.

3.1. Τράπεζα Διακανονισμού και Τράπεζες Τήρησης Περιθωρίου Ασφάλισης

Η ΕΤΕΣΕΠ συνεργάζεται για τη διαδικασία της εκκαθάρισης με μία τράπεζα διακανονισμού και με περισσότερες από μία τράπεζες τήρησης περιθωρίου ασφάλισης. Οι τράπεζες έχουν προηγουμένως επιλέγει από την ΕΤΕΣΕΠ βάσει ορισμένων κριτηρίων που διασφαλίζουν την απρόσκοπτη λειτουργία της εκκαθάρισης και την παροχή των απαραίτητων υπηρεσιών στα μέλη και στην ΕΤΕΣΕΠ. Οι τράπεζες διενεργούν χρηματικούς διακανονισμούς, δεσμεύσεις και αποδεσμεύσεις κεφαλαίων, σύμφωνα με τις υποδείξεις της ΕΤΕΣΕΠ και των μελών. Τέλος, η ΕΤΕΣΕΠ αναλαμβάνει πλήρως τον πιστωτικό κίνδυνο σε αντίθεση με τις τράπεζες τήρησης περιθωρίου ασφάλισης και διακανονισμού.

Κάθε τελικός πελάτης προκειμένου να διεξάγει συναλλαγές σε παράγωγα πρέπει:

1. Να έχει μερίδα και λογαριασμό αξιών στο ΣΑΤ.
2. Να συμβληθεί με κάποιο μέλος του Χ.Π.Α. και να αποκτήσει ένα κωδικό συναλλαγών.
3. Να συμβληθεί με κάποιο μέλος της ΕΤΕΣΕΠ και να αποκτήσει ένα κωδικό εκκαθάρισης.
4. Το μέλος ΕΤΕΣΕΠ να είναι ενεργός χειριστής του στο ΣΤΑ.
5. Να ανοίξει ειδικό χρηματικό λογαριασμό κατάθεσης των περιθωρίων ασφάλισης σε μία τράπεζα τήρησης περιθωρίου ασφάλισης.

Πλαίσιο σχέσεων ΕΤΕΣΕΠ, ΧΠΑ, Τραπεζών, Μελών και Τελικών Πελατών

Η τράπεζα διακανονισμού και οι τράπεζες τήρησης περιθωρίου ασφάλισης βρίσκονται σε στενή συνεργασία με την ΕΤΕΣΕΠ και τη μέλη. Είναι σημαντικό για τη σωστή λειτουργία του συστήματος, οι τράπεζες τήρησης περιθωρίου ασφάλισης και διακανονισμού να παρέχουν εγκαίρως πληροφορίες στην ΕΤΕΣΕΠ και στα μέλη σχετικά με την κίνηση και τα υπόλοιπα των λογαριασμών, σύμφωνα με το προβλεπόμενο χρονοδιάγραμμα. Οι εσωτερικές διαδικασίες των τραπεζών πρέπει να είναι τέτοιες, ώστε να διασφαλίζεται το ενέχυρο υπέρ ΕΤΕΣΕΠ και να είναι δυνατή η ταχεία χρήση του, όποτε κριθεί σκόπιμο.

Η ΕΤΕΣΕΠ ζητεί για κάθε τελικό πελάτη να παρέχεται περιθώριο ασφάλισης, το οποίο θα χρησιμοποιείται, όταν ο πελάτης δεν μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του, που απορρέουν από τον ημερήσιο διακανονισμό, οπότε ενεργοποιούνται οι διαδικασίες αθέτησης υποχρέωσης (Default). Στην περίπτωση αυτή η ΕΤΕΣΕΠ αναλαμβάνει η ίδια τη διαχείριση των λογαριασμών του αθετούντος (Μέλους ή Τελικού Πελάτη). Ο ακριβής υπολογισμός του απαιτούμενου περιθωρίου ασφάλισης γίνεται μέσω του μοντέλου RIVA (Risk VALuation).

Λογαριασμοί που τηρούνται στις τράπεζες τήρησης περιθωρίου ασφάλισης

Από τις επιλεγμένες τράπεζες τήρησης περιθωρίου ασφάλισης το κάθε μέλος της ΕΤΕΣΕΠ επιλέγει μόνο μία τράπεζα με την οποία συνεργάζεται για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του ως μέλους της ΕΤΕΣΕΠ. Σε περίπτωση που επιλέξει να τηρεί την ασφάλεια μέλους με τη μορφή μετρητών, θα τηρεί ένα λογαριασμό ασφαλειών στην τράπεζα τήρησης περιθωρίου ασφάλισης με την οποία συνεργάζεται. Οι τελικοί πελάτες υποχρεούνται να διατηρούν Ειδικό Χρηματικό Λογαριασμό Κατάθεσης των Περιθωρίων Ασφάλισης στην Τράπεζα τήρησης περιθωρίου ασφάλισης με την οποία το μέλος συνεργάζεται. Τους λογαριασμούς αυτούς τους ανοίγει και τους κινεί το μέλος της ΕΤΕΣΕΠ και σε περίπτωση υπερημερίας η ΕΤΕΣΕΠ

Σε περίπτωση που ένα μέλος ή ένας τελικός πελάτης είναι και τράπεζα τήρησης περιθωρίου ασφάλισης, θα πρέπει να τηρεί τους λογαριασμούς ασφάλισης και ασφαλείας του ιδίου σε άλλη τράπεζα τήρησης περιθωρίου ασφάλισης.

Συνοπτικά, οι τράπεζες τήρησης περιθωρίου ασφάλισης πρέπει να:

1. Επιπλέον δεσμεύσεις χρηματικών ποσών.
2. Αποδεσμεύουν χρηματικά ποσά.
3. Δέχονται δεδομένα από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Και να αποστέλλουν στοιχεία που αφορούν στους τραπεζικούς λογαριασμούς στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Λογαριασμοί που τηρούνται στην Τράπεζα Διακανονισμού

Στην Τράπεζα Διακανονισμού, το κάθε μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Τηρεί τους απαραίτητους Ειδικούς Λογαριασμούς για το διακανονισμό. Έτσι:

1. Τα μέλη της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. τηρούν τους τρεις (3) απαραίτητους για τον ημερήσιο διακανονισμό, έντοκους λογαριασμούς στην τράπεζα διακανονισμού.
2. Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. τηρεί έναν έντοκο χρηματικό λογαριασμό εκκαθάρισης στην τράπεζα διακανονισμού, που χρησιμοποιείται για τις ανάγκες της χρηματικής εκκαθάρισης των πράξεων και των θέσεων στα παράγωγα.
3. Επίσης, διατηρεί έναν έντοκο χρηματικό λογαριασμό στην τράπεζα διακανονισμού για να συγκεντρώνονται εκεί οι προμήθειες και οποιαδήποτε άλλα ποσά προκύπτουν από την διενέργεια πράξεων στα παράγωγα και την εκκαθάριση τους από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..
4. Το Χ.Π.Α. Διατηρεί έναν έντοκο χρηματικό λογαριασμό στην τράπεζα διακανονισμού για να συγκεντρώνονται εκεί οι προμήθειες και οποιαδήποτε άλλα ποσά προκύπτουν από τη διενέργεια πράξεων στα παράγωγα και την εκκαθάριση τους από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..

Συνοπτικά, η μοναδική στην παρούσα φάση- Τράπεζα Διακανονισμού πρέπει να:

1. Μεταφέρει χρήματα μεταξύ λογαριασμών είτε ενδοτραπεζικά είτε διατραπεζικά.
2. Δέχεται δεδομένα από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Και να αποστέλλει στοιχεία που αφορούν στους τραπεζικούς λογαριασμούς στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π..

3.2. Διαδικασίες και Κανόνες Διεξαγωγής Συναλλαγών

Με την αποδοχή ενός μέλους στο Χ.Π.Α είτε ως απλού μέλους (εντολοδόχου) είτε ως ειδικού διαπραγματευτή δημιουργούνται οι προϋποθέσεις πρόσβασης του μέλους στην ηλεκτρονική εφαρμογή συναλλαγών Click.

Έχει προηγηθεί λεπτομερής εκπαίδευση βασισμένη στον τρόπο λειτουργίας του συστήματος, τόσο στο πλαίσιο της δομημένης εκπαίδευσης που οδηγεί στην πιστοποίηση για ειδικό **διαπραγματευτή/διαπραγματευτή (market maker/trader)**, όσο και στη συνέχεια, προς τα στελέχη των μελών, όπου χρειάζεται.

Οι καθημερινές διαδικασίες συναλλαγών μπορούν να διακριθούν σε τρεις κατηγορίες:

A. Πριν από την ημερομηνία συνεδρίασης

1. Τακτοποίηση και διευθέτηση των προβλημάτων των μελών πριν από την έναρξη της κανονικής διαδικασίας συναλλαγών.
2. Διατήρηση ημερολογίου με τις ημερομηνίες λήξης σειράς παραγώγων προϊόντων.
3. Έγκαιρη ενημέρωση για τα σημαντικά στατιστικά στοιχεία που πρόκειται να ανακοινωθούν και ενδεχομένως να επηρεάσουν την αγορά.
4. Στενή συνεργασία με το Τμήμα Εκκαθάρισης της ΕΤ.Σ.Ε.Π. Για την εκπλήρωση των στόχων της Διεύθυνσης Διεξαγωγής Συναλλαγών.
5. Κατά τη 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 ζημιογόνες θέσεις κλπ.
6. Έλεγχος για νέα/ειδήσεις, που αφορούν προσωρινές διακοπές συναλλαγών τίτλων ή προϊόντων και για άλλες ειδήσεις που επηρεάζουν την αγορά
7. Εισαγωγή νέας σειράς και λήξης σειράς παραγώγων προϊόντων, όπως αυτό θεωρείται αναγκαίο.

B. Κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης/ώρες συναλλαγών

1. **Υποχρέωση παροχής τιμών** από τον ειδικό διαπραγματευτή με το άνοιγμα της αγοράς και μόνο (δεν υπάρχει Pre-opening period, όπως το Χ.Α.Α.).
2. **Έλεγχος τιμών**, ώστε να εξακριβώνεται ότι τα μέλη παρέχουν τιμές στα όρια που ορίζονται στις προδιαγραφές των συμβολαίων.
3. **Έλεγχος του μεγέθους των συναλλαγών** για τις οποίες τα μέλη παρέχουν τιμές.
4. **Τήρηση αρχείου** με τις παραλείψεις ή παραβάσεις των μελών του ΧΠΑ.
5. **Διατήρηση ημερολογίου** συναλλαγών και ημερολογίου λαθών των μελών του ΧΠΑ.
6. **Παροχή πληροφοριών στα μέλη** μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων.
7. **Συνεχής παροχή υποστήριξης και βοήθειας** στα μέλη, όταν το σύστημα είναι εκτός λειτουργίας (Τμήμα Παροχής Βοήθειας).
8. **Συλλογή πληροφοριών** (front month, αλλαγή στη σύνθεση του δείκτη) από διάφορες πηγές και διοχέτευσή τους προς τα μέλη.

9. **Ακυρώσεις συναλλαγών** κατόπιν αιτήσεων των μελών. Οι κυρώσεις γίνονται δεκτές μόνο υπό προϋποθέσεις που ορίζονται στη νομοθεσία.
10. **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.
11. **Λήψη απόφασης και ανακοίνωση εφαρμογής συνθηκών “γρήγορης αγοράς”**, που συνεπάγεται αναστολή των υποχρεώσεων των ειδικών διαπραγματευτών. Ορισμός περιόδου αναστολής.
12. **Προσωρινές διακοπές συναλλαγών** και τότε αυτές τίθενται σε λειτουργία.
13. **Κατά τη διάρκεια έναρξης διαδικασίας αθέτησης υποχρέωσης, το Τμήμα Υποστήριξης Διεξαγωγής Συναλλαγών** 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

1. **Δημιουργία νέας σειράς προϊόντων.**
2. **Συμπλήρωση αρχείου ακυρώσεως συναλλαγών**, σε συνεργασία με το Τμήμα Παρακολούθησης Συναλλαγών, για πιθανή επίλυση εκκρεμοτήτων.
3. **Παροχή πληροφοριών μέσω του συστήματος αποστολής μηνυμάτων στα μέλη** για τυχόν αλλαγές της σύνθεσης του δείκτη, **weightings, deliverables**, και άλλα.

3.3. Προμήθειες των Μελών ΧΑΑ και ΧΠΑ

Η πολιτική του Χ.Π.Α και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., αναφορικά με τα ποσά των προμηθειών που καλούνται να καταβάλλουν τα μέλη των δύο εταιρειών, αποβλέπει ώστε το ύψος των προμηθειών, σε συνδυασμό με τον προβλεπόμενο αριθμό μελών και τους αναμενόμενους όγκους συναλλαγών, να εγγυάται τη βιωσιμότητα των δύο εταιρειών, να ενθαρρύνει των εγγραφή μελών και τη διενέργεια υψηλού όγκου συναλλαγών, εξασφαλίζοντας έτσι ικανοποιητική ρευστότητα στην αγορά.

Άλλες παράμετροι που συνυπολογίζονται στον προσδιορισμό του ύψους προμηθειών είναι η απλότητα στη δομή και η ανάγκη αντιστάθμισης των υποχρεώσεων που αναλαμβάνουν οι ειδικοί διαπραγματευτές οι οποίοι καλούνται να δώσουν βάθος και ρευστότητα στην αγορά.

Τύποι προμηθειών: Προβλέπονται οι εξής τύποι προμηθειών (σε ευρώ):

| | Χ.Π.Α. | Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π. | ΣΥΝΟΛΟ |
|--|-----------------|---------------------|---------------|
| Προμήθειες Μέλους και Ειδικού Διαπραγματευτή τύπου Α Δικαιώματα εγγραφής | 20.000.000 € | 19.000.000 € | 40.000.000 € |
| Ετήσια συνδρομή | 10.000.000 €(1) | 10.000.000 €(2) | 18.500.000 € |
| Προμήθειες Ειδικού Διαπραγματευτή Β Δικαιώματα εγγραφής | 15.500.000 € | 15.500.000 € | 29.500.000 € |
| Ετήσια συνδρομή | 8.275.000 € | 8.275.000 € | 15.500.000 € |
| Προμήθειες επί των συναλλαγών | | | |
| ΣΜΕ στο Δείκτη | | | |
| Πρακτόρευση | | | 4.000 € |
| Ειδικοί διαπραγματευτές | | | 2.250 € |
| ΣΜΕ σε επιτόκια και ομόλογα | | | |
| Πρακτόρευση | | | 4.750 € |
| Ειδικοί διαπραγματευτές | | | 2.350 € |
| Δικαιώματα στο Δείκτη και σε Μετοχές | | | |
| Πρακτόρευση | | | 3.350 € |
| Ειδικοί διαπραγματευτές | | | 2.000 € |
| Άλλα ποσά (για όλα τα προϊόντα) | | | |
| Τροποποιήσεις/Ακυρώσεις | | 7.100 € | 7.100 € |
| Εξάσκηση δικαιώματος/Λήξη ΣΜΕ | | 7.100 € | 7.100 € |
| Παράδοση τίτλων | | 19.500 € | 19.500 € |

[<http://www.adex.ase.gr/AdexHomeGR/ns/trading/prices/>]

(1) Περιλαμβάνει την άδεια χρήσης προγραμμάτων σε δύο σταθμούς εργασίας για τη διεξαγωγή των συναλλαγών.

(2) Περιλαμβάνει την άδεια χρήσης προγραμμάτων σε δύο σταθμούς εργασίας για την εκκαθάριση των συναλλαγών.

Διευκρινίζεται ότι για τους ειδικούς διαπραγματευτές τύπου Α ισχύουν οι τιμές πρακτόρευσης, εκτός εάν ενεργοποιηθούν αναλαμβάνοντας τις υποχρεώσεις του ειδικού διαπραγματευτή Β, οπότε εφαρμόζονται οι μειωμένες προμήθειες, για αυτές τις υποχρεώσεις, μόνο. Επιπροσθέτως, οι προμήθειες επί των συναλλαγών για τους πιο πάνω ειδικούς διαπραγματευτές αναφέρονται στις τιμές εκκίνησης, καθώς μπορούν να μειώνονται με την αύξηση του κύκλου εργασιών (αριθμό συμβολαίων) που προκύπτει από την ανάληψη της ειδικής διαπραγμάτευσης.

3.4. Πιστοποιητικά/Πιστοποιήσεις που παρέχει το ΧΠΑ

Το ΧΠΑ παρέχει στα στελέχη της Κεφαλαιαγοράς, μετά από εξετάσεις, τα εξής πιστοποιητικά (πιστοποιήσεις):

1. **Πιστοποιητικό Ειδικού Διαπραγματευτή/Διαπραγματευτή (Market Maker/Trader).** Το πιστοποιητικό αυτό είναι αναγκαίο για στελέχη των εταιρειών-μελών για τη διεξαγωγή συναλλαγών.
2. **Πιστοποίηση Εκκαθαριστή/Στελέχους Γραφείου Υποστήριξης (Cleaner/Back Office Executive).** Το πιστοποιητικό αυτό είναι αναγκαίο για στελέχη των εταιρειών-μελών, για την εκκαθάριση των συναλλαγών, το διακανονισμό και τη διαχείριση κινδύνου.
3. **Πιστοποιητικό Συμβούλου Πελατών.** Το πιστοποιητικό αυτό είναι χρήσιμο για τις εταιρείες- μέλη, τις Τράπεζες και άλλους φορείς.
4. **Πιστοποιητικό Γνώσεων Χ.Π.Α.** Χρήσιμο για τους θεσμικούς επενδυτές και τα ταμεία, ανάμεσα σε άλλους.

Ενότητα 2^η ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

1. Εισαγωγή

Τα παράγωγα προϊόντα όπως λέει και η λέξη παράγονται από κάπου και στη συγκεκριμένη περίπτωση από τις μετοχές μας. Στα παράγωγα ισχύει η *Θεωρία της Μόλυνσης* (contamination theory). Για να το καταλάβουμε καλύτερα, ας πάρουμε το παράδειγμα του καλοριφέρ στο σπίτι μας και ενός ρούχου που το βάζουμε ακριβώς επάνω του. Εάν αυξήσουμε τη θερμοκρασία του καλοριφέρ, το ρούχο θα ζεσταθεί και αυτό. Στην περίπτωση που θα τη μειώσουμε, αντίστοιχα θα μειωθεί και η θερμοκρασία του ρούχου. Παραλληλίζοντας το παράδειγμα αυτό με τις μετοχές, η μετοχή μας είναι το καλοριφέρ και το παράγωγο είναι το ρούχο.

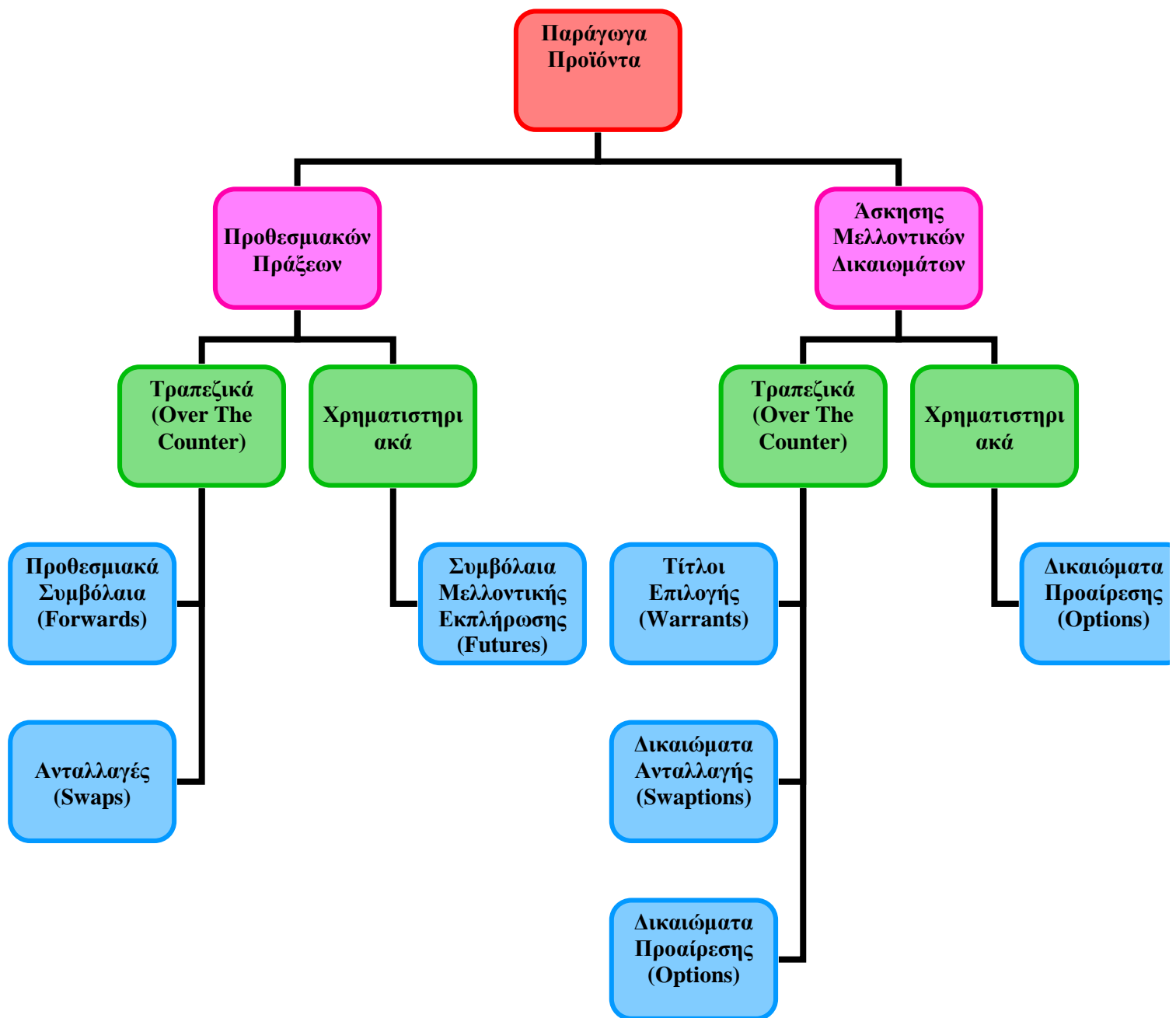
Σε μία περίοδο χρηματιστηριακών εντάσεων στη Σοφοκλέους όπου οι μέθοδοι της τεχνικής ανάλυσης των μετοχών καθώς και οι θεμελιώδεις αναλύσεις των εταιριών έχαναν για λίγο την ισχύ τους, οι Έλληνες επενδυτές βρίσκονταν εγκλωβισμένοι στην πλειονότητα των μετοχών τους. Πολλά χαρτοφυλάκια δημιουργούσαν τεράστιες ζημιές. Από τη μία μεριά αυτό οφειλόταν στο ότι διαχείριση δεν γινόταν με σύνεση και σωστή στρατηγική, και από την άλλη στο ότι δεν υπήρχαν ειδικά επενδυτικά προϊόντα για να προστατευτούν οι τρέχουσες επενδύσεις.

Τα παράγωγα προϊόντα (financial derivatives), γνωστά και ως εξαρτημένες απαιτήσεις (contingent claims) είναι χρηματοοικονομικά μέσα των οποίων η τιμή εξαρτάται από την αξία άλλων υποκείμενων μεταβλητών καθώς και τις τιμές κάποιων πρωτογενών προϊόντων. Οι υποκείμενες μεταβλητές μπορεί να είναι είτε επιτόκια, χρηματιστηριακοί δείκτες μετοχών, χρηματιστηριακές μετοχές και εμπορεύματα, είτε κρατικά ομόλογα και έντοκα γραμμάτια.

Τα παράγωγα διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

1. Προθεσμιακές Πράξεις
2. Ασκήσεις Μελλοντικών Δικαιωμάτων

Με τη σειρά τους αυτές οι δύο κατηγορίες χωρίζονται σε άλλες υποκατηγορίες. Έτσι έχουμε τα futures, forwards, swaps, options και warrants, τα οποία μπορούμε να τα κατανοήσουμε καλύτερα στο παρακάτω διάγραμμα:



Ορισμένα από αυτά διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια, όπως είναι τα *Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης* (futures) και τα *προτιμησιακά δικαιώματα* (options) και εφόσον τα συμβόλαια αυτά συναλλάσσονται στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α.Α.Ε. είναι τυποποιημένα και προσδιορίζονται πλήρως από το είδος του συμβολαίου (π.χ. Δικαίωμα Προαίρεσης), την υποκείμενη αξία (π.χ. δείκτες) και τους συγκεκριμένους όρους του συμβολαίου (π.χ. το μέγεθος του συμβολαίου). Κάποια άλλα δημιουργούνται από τα πιστωτικά ιδρύματα για να καλύψουν τις ανάγκες των εταιρικών πελατών τους. Τέτοια είναι προθεσμιικά συμβόλαια (forwards), ανταλλαγές (swaps), τίτλοι επιλογής (warrants) και διάφοροι τύποι options. Τέλος υπάρχουν και κάποια ειδικευμένα παράγωγα που συνοδεύουν τη διανομή νέων μετοχών ή ομολογιών, για να τις κάνουν πιο ελκυστικές.

1.1. Ιστορική Αναδρομή

Η διαπραγματεύση παραγώγων προϊόντων ξεκίνησε στο Χρηματιστήριο του Αμστερνταμ (Amsterdam Bourse) το 1688 με τη διαπραγματεύση δικαιωμάτων στις τουλίπες. Αυτή η πληροφορία πηγάζει από μία έκδοση με τίτλο « Η Σύγχυση της Σύγχυσης » ('The Confusion of Confusion') από τον Ισπανό συγγραφέα Don Jose de la Vega που γράφτηκε το 1688. Στο βιβλίο του ο De La Vega ήδη περιέγραφε ένα συμβόλαιο δικαιωμάτων. Σύμφωνα όμως με τα Πολιτικά του Αριστοτέλη (βιβλίο 1, κεφάλαιο 11) η ιστορία των παραγώγων ξεκίνησε όταν ο Θαλής ο Μιλήσιος, έχοντας προβλέψει γενναιόδωρη σοδειά για την ελιά για τον επόμενο χρόνο, αποφάσισε να κερδοσκοπήσει αγοράζοντας το δικαίωμα χρήσης των ελαιτριβείων. Μέχρι τον 19^ο αιώνα, τα συμβόλαια δικαιωμάτων είχαν γίνει ένα συνηθισμένο εργαλείο που συναλλασσόταν στα χρηματιστήρια όλου του κόσμου. Στον 20^ο αιώνα, οι συναλλαγές δικαιωμάτων διακόπηκαν από πολέμους και από τη Μεγάλη Κρίση του 1929.

Στις Η.Π.Α. οι συναλλαγές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων άρχισαν ξανά μετά τον Δεύτερο Παγκόσμιο Πόλεμο στην εξωχρηματιστηριακή αγορά [OTC (over-the-counter) market]. Τον Απρίλιο του 1973 οι συναλλαγές δικαιωμάτων αγοράς (call options) εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Παραγώγων του Σικάγο [Chicago Board Options Exchange (CBOE)]. 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 χρόνια, οι αγορές δικαιωμάτων έχουν ανθίσει, μία τάση η οποία άρχισε στις Η.Π.Α. και σύντομα εξαπλώθηκε στην Ευρώπη. Υπό το φως αυτών των εξελίξεων, η εξοικείωση με τις συναλλαγές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιωμάτων θα αποτελέσει ένα επιπλέον εργαλείο του κλάδου των χρηματοοικονομικών αναλυτών στην ελληνική αγορά. Παράλληλα, με την εξέλιξη των αγορών δικαιωμάτων, οι θεωρητικές προεκτάσεις του μηχανισμού συναλλαγών παρουσίασαν και αυτές σημαντική πρόοδο. Η ηλεκτρονική ανάλυση δεδομένων δημιούργησε τη βάση για την αποτελεσματική διαχείριση αυτών των σύνθετων σχέσεων.

Τα παράγωγα προϊόντα που υπάρχουν σήμερα στην Ελλάδα διαπραγματεύονται σε μη οργανωμένη αγορά (over the counter). Μέσω της αγοράς αυτής οι επενδυτές απολαμβάνουν πλεονεκτήματα όπως, να καθορίζουν τους όρους των συμβολαίων, να κάνουν συμβόλαια στα μέτρα τους, ενώ διασφαλίζουν και μία εμπιστευτικότητα στις συναλλαγές τους. Τα μειονεκτήματα της αγοράς αυτής είναι ότι δεν έχει επαρκή διαφάνεια, δεν ελέγχεται, δεν υπακούει σε επαρκείς προληπτικούς κανόνες και κανονισμούς, δεν υπάρχει όργανο να εγκρίνει τα προϊόντα που διαπραγματεύονται, ούτε όργανο να περιορίζει τις τοποθετήσεις σε αυτή, ενώ δεν υπάρχει οργανισμός εκκαθάρισης να εγγυηθεί τις συναλλαγές και επομένως, δεν αντιμετωπίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος.

Τα επενδυτικά προϊόντα που αποτελούν σήμερα αντικείμενο διαπραγματεύσης στο Χ.Π.Α. είναι:

1. Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στον δείκτη FTSE/ASE 20.
2. Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στον δείκτη FTSE/ASE Mid 40.
3. Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε 10ετές Ομόλογο Ελληνικού Δημοσίου.

Στις επόμενες υπό ενότητες θα αναλύσουμε περισσότερο τα παράγωγα που διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια ενώ γι' αυτά που προέρχονται από τα πιστωτικά ιδρύματα θα εξηγήσουμε απλά ποιο είναι το αντικείμενό τους.

2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures)

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ - futures contract) είναι μία νομικά δεσμευτική συμφωνία μεταξύ δύο συμβαλλομένων, εκ των οποίων ο ένας υπόσχεται να αγοράσει και ο άλλος να πουλήσει μία συγκεκριμένη ποσότητα ενός τυποποιημένου αγαθού, σε κάποια συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία, σε μία καθορισμένη τιμή συναλλαγής.

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια. Τα μεγαλύτερα Χρηματιστήρια που διαπραγματεύονται Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι το Chicago Board of Trade (C.B.O.T.) και το Chicago Mercantile Exchange (C.M.E.). Σε αυτά και σε άλλα Χρηματιστήρια υπάρχει μεγάλη ποικιλία από εμπορεύματα και χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν το αντικείμενο των συμβολαίων. Τα εμπορεύματα είναι συνήθως ζάχαρη, μαλλί, ξυλεία, χαλκός, πετρέλαιο, αλουμίνιο, χρυσός, κασσίτερος, ακόμη και ζωντανά βοοειδή. Ενώ τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι οι μετοχές, το συνάλλαγμα, τα κρατικά ομόλογα, τα χρεόγραφα κλπ. Τέλος, για να είναι δυνατή η διαπραγμάτευση, κάθε Χρηματιστήριο τυποποιεί ορισμένα στοιχεία του συμβολαίου. Τα δύο μέρη που συμφωνούν δεν γνωρίζουν αναγκαστικά το ένα το άλλο, γι' αυτό το Χρηματιστήριο τους παρέχει και το μηχανισμό ώστε ο αγοραστής και ο πωλητής του συμβολαίου να τιμήσουν τη συμφωνία.

Το Χρηματιστήριο Παραγώγων είναι υποχρεωμένο για κάθε νέο είδος Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης που εισέρχεται να διευκρινίσει την ακριβή φύση της συμφωνίας μεταξύ αγοραστή και πωλητή.

Κυρίως θα πρέπει να καθορίσει:

1. Την υποκείμενη αξία ή εμπόρευμα.
2. Το μέγεθος του συμβολαίου.
3. Τον τρόπο καθορισμού της τιμής του συμβολαίου.
4. Τον τόπο παράδοσης.
5. Τον χρόνο παράδοσης.
6. Την ημερήσια διακύμανση της τιμής.
7. Τα όρια κάθε θέσης.

2.1. Συναλλαγές Σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης το ένα μέρος, το οποίο αγοράζει το συμβόλαιο, αναλαμβάνει τη θέση του αγοραστή (**long position**), ενώ το άλλο μέρος που πουλά το συμβόλαιο, τη θέση του πωλητή (**short position**).

Για να αγοράσει ή να πουλήσει κάποιος ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης, πρέπει να απευθυνθεί σε χρηματιστηριακή εταιρεία, ανεξάρτητο χρηματιστή (broker) ή Τράπεζα. Αν αυτοί είναι μέλη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων, θα εκτελέσουν την εντολή του, αλλιώς θα τη διαβάσουν σε ένα μέλος για να εκτελεστεί.

Οι εντολές πρέπει να αναφέρουν:

1. Τη θέση που θέλει να πάρει κάποιος, του αγοραστή (long position) ή του πωλητή (short position)
2. Το είδος του συμβολαίου π.χ. επί μετοχών, επί δείκτη
3. Την ποσότητα των συμβολαίων

4. Το μήνα ή τους μήνες λήξης κάθε συμβολαίου

Η εντολή μπορεί να δοθεί στην **τιμή αγοράς** (market order) ή **σε ορισμένη τιμή και στο καλύτερο** (limit order).

Οι τιμές των συμβολαίων προσδιορίζονται, όπως σε κάθε χρηματιστηριακό προϊόν, από την προσφορά και τη ζήτηση. Αν οι επενδυτές που θέλουν να αγοράσουν συμβόλαια είναι περισσότεροι από αυτούς που θέλουν να πουλήσουν, τότε η τιμή του συμβολαίου ανέρχεται και το αντίθετο.

Κατά την ημερομηνία λήξης, η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης αντανακλά την αξία του υποκείμενου στοιχείου. Έτσι, πριν την ημερομηνία λήξης και κατά τη διάρκεια της ζωής του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης, οι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή του είναι:

1. Η σημερινή τιμή του υποκείμενου (spot price) π.χ. η σημερινή αξία του δείκτη FTSE/ASE-20
2. Το επιτόκιο δίχως κίνδυνο – ως το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου (opportunity cost)
3. Η μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας
4. Ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία λήξης

Η μαθηματική φόρμουλα με την οποία υπολογίζεται η θεωρητική τιμή του ΣΜΕ είναι : $F = S / [1 + (i-d)t/365]$

Όπου: (S) Η σημερινή τιμή του υποκείμενου, (i) Το επιτόκιο δίχως κίνδυνο, (d) Η μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας, (t) Ο χρόνος μέχρι την ημερομηνία λήξης

Το πραγματικό κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου (opportunity cost), το βρίσκουμε αφού αφαιρέσουμε την μερισματική απόδοση της υποκείμενης αξίας από το επιτόκιο δίχως κίνδυνο (i-d).

Το μεγαλύτερο μέρος των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης δεν καταλήγουν στην παράδοση των υποκείμενων αξιών ή εμπορευμάτων. Συνήθως πριν από την λήξη γίνεται **κλείσιμο ανοικτών θέσεων** με την αγορά ή πώληση ισόποσων συμβολαίων.

Μια θέση περιγράφει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που συνδέονται με τις συναλλαγές που έχουν ήδη γίνει και μπορεί να είναι θέση αγοράς ή πώλησης. Μια θέση αγοράς (long position) είναι σε γενικές γραμμές μία αγορά η οποία δεν έχει ακόμα κλείσει (ισοσταθμίζεται από μια αντίστροφη συναλλαγή). Μία θέση πώλησης (short position), σε αντίθεση, είναι μία πώληση που δεν έχει κλείσει ακόμα. Μη κλεισμένες θέσεις ονομάζονται ανοικτές (open) θέσεις.

Παράδειγμα:

Αν κάποιος αγοράσει στις 10 Μαρτίου ένα συμβόλαιο παράδοσης εμπορευμάτων 3.000 € που λήγει τον Ιούνιο, μπορεί στις 15 Μαΐου να πουλήσει ένα συμβόλαιο παράδοσης εμπορευμάτων 3.000 € που λήγει τον Ιούνιο και να κλείσει τη θέση του. Αν η τιμή του συμβολαίου έχει ανέβει από τις 10 Μαρτίου μέχρι τις 15 Μαΐου θα έχει κέρδος, αν έχει μειωθεί θα έχει ζημιά και το αντίστροφο.

Οι βασικές θέσεις σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι:

1. Αγορά συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (Long Futures)
2. Πώληση συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (Short Futures)

2.1.1. Δείκτης FTSE/ASE-20

Ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20 είναι αποτέλεσμα της συνεργασίας του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και του οργανισμού FTSE International (ανεξάρτητη εταιρία η οποία δημιουργήθηκε-ανήκει από κοινού στην Financial Times και στη London Stock Exchange). Είναι βασισμένος σε 20 από τις μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες, οι οποίες είναι εγγεγραμμένες στο ΧΑΑ και των οποίων οι μετοχές πληρούν τα απαραίτητα κριτήρια εμπορευσιμότητας, και υπογράφηκε συμβόλαιο μεταξύ των Financial Times και του Χ.Α.Α. να προσαρμόζεται κάθε δύο χρόνια, έτσι ώστε να αποτελείται πάντα από μετοχές με μεγάλη εμπορευσιμότητα. Ο δείκτης αυτός απεικονίζει με ακρίβεια τις κινήσεις της αγοράς και χρησιμοποιείται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων για την αξιολόγηση της απόδοσης των επενδύσεών τους (benchmark), αλλά και για τη δημιουργία νέων αμοιβαίων κεφαλαίων, η λειτουργία των οποίων βασίζεται σε χρηματιστηριακό δείκτη. Επίσης ο δείκτης αυτός σχεδιάστηκε για να υποστηρίξει την λειτουργία της αγοράς παραγώγων, με την εισαγωγή προϊόντων που θα βασίζονται στον FTSE/ASE-20. Η τιμή του είναι 5,00 € ανά μονάδα δείκτη.

Οι είκοσι μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες και περισσότερο γνωστές στην Ελλάδα είναι: ΑΤΕΒΑΝΚ, ΑΛΦΑ ΒΑΝΚ, ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ, COCA COLA Ε.Ε.Ε.Α.Ε., ΕΦΓ EUROΒΑΝΚ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε., ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε., ΙΝΤΡΑΚΟΜ Α.Ε., ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΟΠΑΠ, ΟΤΕ Α.Ε., ΔΕΗ, ΤΙΤΑΝ Α.Ε. ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΗ Α.Ε., ΒΙΟΧΑΛΚΟ, COSMΟΤΕ, ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΜΠΑΤΑΡΙΕΣ Α.Ε., ΚΑΕ Α.Ε., ΗΥΑΤΤ REGENCY Α.Ε.

2.1.2. Δείκτης FTSE/ASE Mid 40

Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 κατασκευάστηκε στις 9/12/1999. Όπως και ο δείκτης FTSE/ASE 20, ο FTSE/ASE Mid 40 είναι προϊόν συνεργασίας της συμβουλευτικής επιτροπής του Χ.Α.Α. και του οργανισμού FTSE. Ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 έχει κατασκευαστεί με σκοπό να δείχνει στο επενδυτικό κοινό την πορεία των μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Ο FTSE/ASE Mid 40 αποτελείται από 40 μετοχές οι οποίες εξετάζονται σε 6 μηνιαία βάση εάν πληρούν τα κριτήρια να συμμετέχουν στο FTSE/ASE Mid 40. Η εναρκτήρια ημερομηνία του δείκτη ήταν στις 9/2/2000. Η τιμή βάσης του δείκτη είναι οι 1000 μονάδες. Στο FTSE/ASE Mid 40 όπως και στον FTSE/ASE 20 το μεγαλύτερο βάρος δίνουν οι τράπεζες με 16% και οι τηλεπικοινωνίες με 11%. Ο FTSE/ASE Mid 40 μαζί με τον FTSE/ASE 20 καλύπτουν το 67,42% της κύριας αγοράς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Μεταβολές στη διαπραγμάτευση του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 και των χαρακτηριστικών των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και δικαιωμάτων που διαπραγματεύονται επί του δείκτη αυτού, έχουν πραγματοποιηθεί από την Τετάρτη 18 Φεβρουαρίου 2004 στο ελληνικό χρηματιστήριο. Σύμφωνα με τις αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων του Χ.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. έχει εγκριθεί η αναπροσαρμογή του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 και των χαρακτηριστικών των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και δικαιωμάτων που διαπραγματεύονται επί του δείκτη αυτού. Συγκεκριμένα, από την Τετάρτη 18 Φεβρουαρίου 2004 το επίπεδο τιμών στο οποίο θα διαπραγματεύεται ο δείκτης FTSE/ASE Mid 40 έγινε το δεκαπλάσιο της τρέχουσας τιμής του.

Ταυτόχρονα, τα χαρακτηριστικά των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης και δικαιωμάτων επί του δείκτη έχουν αναπροσαρμοστεί ως εξής:

- 1) Το μέγεθος του συμβολαίου (Contract Size) για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 έχει υποδεκαπλασιαστεί σε σχέση με την τρέχουσα τιμή και ισούται με 5 Ευρώ ανά μονάδα δείκτη.
- 2) Οι αντίστοιχες Τιμές Ασκήσης (Strike Prices) για τα δικαιώματα επί του δείκτη FTSE/ASE Mid 40 δεκαπλασιάστηκαν, ακολουθώντας τη μεταβολή της τιμής του δείκτη.

Οι μεταβολές αυτές επήλθαν προκειμένου να διευκολυνθεί η χρήση στρατηγικών σε Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και δικαιώματα επί των δεικτών FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 διατηρώντας κοινό βήμα μεταβολή τιμής για τα προϊόντα στους δύο δείκτες.

Οι σαράντα εταιρίες που αντιπροσωπεύουν τον δείκτη FTSE/ASE Mid 40 είναι: ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ, ΤΕΛΕΣΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Α.Ε., ΕΤΒΑ Α.Ε., Η ΕΘΝΙΚΗ (ΕΛΛ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΓΕΝ. ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ), INTERAMERICAN Α.Ε., ALPHA FINANCE Α.Ε., GOODY'S Α.Ε., ΚΛΩΝΑΤΕΞ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ Α.Ε., ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε., ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ, ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ Α.Ε.Β.Ε., ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ Α.Ε., ΑΕΓΕΚ Α.Ε., ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α.Ε., ΕΛΒΑΛ Α.Ε., ΕΥΔΑΠ Α.Ε., ΗΡΑΚΛΗΣ Α.Ε., ΙΑΣΩ Α.Ε., ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε., Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε., ΜΕΤΚΑ Α.Ε., ΣΙΔΕΝΟΡ Α.Ε., ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε., ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΒΟΛΟΥ, ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ Α.Ε., ΑΚΤΩΡ Α.Ε., ΓΡΑΜΜΕΣ ΣΤΡΙΝΤΖΗ Α.Ε., ΑΝΩΝΥΜΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε., ΦΟΥΡΛΗΣ Α.Ε., ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε., ΔΕΛΤΑ Α.Ε., Α. ΚΑΜΠΑΣ Α.Ο.Β.Ε., ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ Α.Β.Ε.Σ., ΗΥΑΤΤ REGENCY Α.Ε., ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ, ΣΑΝΥΟ ΕΛΛΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ Α.Ε.Β.Ε., ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε., ALPH ALPHA ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ, SINGULAR Α.Ε.

Και οι δύο δείκτες είναι φτιαγμένοι έτσι ώστε να μπορούν να κατασκευαστούν παράγωγα προϊόντα πάνω σε αυτούς. ή ο επενδυτής μέσω των ΣΜΕ στους δείκτες FTSE/ASE-20 και FTSE/ASE Mid 40 μπορεί:

- 1) Να εκμεταλλευτεί είτε στην άνοδο είτε στην πτώση της αγοράς για να κερδοσκοπήσει.
- 2) Να προστατεύσει δυναμικά το χαρτοφυλάκιό του σε περιόδους πτώσης της αγοράς.
- 3) Να επιτύχει μικρότερο κόστος συναλλαγής από ότι στην αγορά των μετοχών αναλαμβάνοντας την ίδια θέση.
- 4) Να χρησιμοποιήσει το μοχλευμένο αποτέλεσμα των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης καταθέτοντας μόνο ένα μέρος του ποσού που αντιστοιχεί στην θέση που αναλαμβάνει.

→ Οι εταιρίες που συμπεριλαμβάνονται και στους δύο αυτούς δείκτες αλλάζουν συνέχεια. Ορισμένες βγαίνουν και μπαίνουν άλλες.

→ Οι τιμές εξάσκησης αλλάζουν και καθορίζονται σε σταθερά διαστήματα των 50 μονάδων.

2.2. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE/ASE 20

Αποτελέσει το πρώτο προϊόν του ΧΠΑ, με ημερομηνία έναρξης συναλλαγών την 27^η Αυγούστου 1999. Υποκείμενο στοιχείο είναι ο δείκτης FTSE/ASE-20, η εκκαθάριση γίνεται με ρευστά διαθέσιμα (μία μονάδα δείκτη/πολλαπλασιαστής «αξίζει» 5,00 €), το ελάχιστο μέγεθος μεταβολής τιμής είναι 0.25 μονάδες δείκτη οπότε το tick value είναι 1,25 € (5,00 X 0.25). Ανά πάσα στιγμή διαπραγματεύονται 6 ΣΜΕ με διαφορετικούς μήνες λήξης. Η ημέρα της τελευταίας συναλλαγής είναι η τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης, οπότε λήγει και το συμβόλαιο. Το περιθώριο ασφάλισης είναι το 14% της θεωρητικής αξίας της θέσης. Για τον υπολογισμό του περιθωρίου ασφάλισης λαμβάνεται υπ' όψιν η τιμή κλεισίματος του δείκτη και όχι του προθεσμιακού συμβολαίου. Η εκκαθάριση στα παράγωγα γίνεται την επόμενη ημέρα από την ημέρα εκτέλεσης της συναλλαγής (t+1) σε διαφοροποίηση με την εκκαθάριση στη spot αγορά.

Η εκκαθάριση των παραγώγων δημιουργεί μια σειρά από υποχρεώσεις για τους επενδυτές. Το γεγονός αυτό μπορεί αρχικά να δημιουργήσει μια μικρή σύγχυση στον επενδυτή που έχει στο μυαλό του τα χαρακτηριστικά των συναλλαγών στη spot αγορά.

Θα μπορούσαμε να χωρίσουμε τις καθημερινές υποχρεώσεις που απορρέουν από την εκκαθάριση των παραγώγων σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

1. Υποχρέωση του επενδυτή για κατάθεση του απαιτούμενου Περιθωρίου ασφάλισης (margin), το οποίο γίνεται από το μοντέλο RIVA (Risk Valuation). Οι υπολογισμοί που γίνονται για τον καθορισμό του margin βασίζονται στις ανοικτές θέσεις των επενδυτών, στην ιστορική διακύμανση των τιμών και στις καθημερινές τιμές των προϊόντων.
2. Καταβολή από τον επενδυτή της ζημιάς ή είσπραξη του κέρδους που προκύπτει από την καθημερινή αποτίμηση των θέσεων και πράξεων του (χρηματικός διακανονισμός).

Παράδειγμα (Margin):

Ο επενδυτής AB «βγαίνει» long, δηλαδή αγοράζει 5 συμβόλαια Σεπτεμβρίου στην τιμή 2.410 € (τιμή ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20) και στο κλείσιμο της ημέρας είναι «ανοικτός» στα 5 αυτά συμβόλαια. Τιμή κλεισίματος του δείκτη FTSE/ASE-20 στο ΧΑΑ: 2.400 μονάδες. Απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης = (τιμή κλεισίματος δείκτη X πολλαπλασιαστή X αριθμό συμβολαίων) X 14% = (2.400 X 5 X 5) X 14% = 8.400 €

Ο χρηματικός διακανονισμός για τον παραπάνω επενδυτή με τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20 έστω 2.370 είναι:
(2.370 – 2.410) X 5 X 5 = -1.000 € (ζημιά).

Παράδειγμα (Χρηματικός Διακανονισμός):

Ο επενδυτής ΧΨ «βγαίνει» short, δηλαδή πουλάει 5 συμβόλαια Σεπτεμβρίου στην τιμή 2.450 € (τιμή ΣΜΕ στον δείκτη FTSE/ASE-20). Κατά τη διάρκεια της ημέρας η αγορά πέφτει, όπως σωστά είχε προβλέψει ο ΧΨ, ο οποίος αποφασίζει να πάρει το κέρδος του και «βγαίνει» long, δηλαδή αγοράζει, κάνει αντίθετη από την αρχική πράξη και για τον ίδιο αριθμό συμβολαίων στα 5 συμβόλαια Σεπτεμβρίου στην τιμή 2.345 € και κλείνει τη θέση του (day trading).

Ποσό ημερήσιου διακανονισμού = (τιμή πώλησης – τιμή αγοράς) X πολλαπλασιαστή X αριθμό συμβολαίων = **(2.450 – 2.345) X 5 X 5 = 2.625 € κέρδος.**

Ο επενδυτής ΧΨ δεν έχει υποχρέωση καταβολής margin αφού δεν έχει ανοιχτή θέση.

Όπως παρατηρούμε στα δύο παραδείγματα, ο διακανονισμός για τις ανοιχτές θέσεις γίνεται με βάση την τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ για τη συγκεκριμένη ημέρα. Στην περίπτωση του day trading (ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να κάνει intraday συναλλαγές αγοράζοντας και πουλώντας ή αντιστρόφως πουλώντας και αγοράζοντας τον ίδιο αριθμό συμβολαίων για το ίδιο προϊόν και με την ίδια λήξη) ο διακανονισμός γίνεται με βάση τη διαφορά των τιμών ανοίγματος και κλεισίματος της θέσης. Αν κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης κλείσουμε μία θέση η οποία υπήρχε από την προηγούμενη ημέρα, ο διακανονισμός θα γίνει με βάση τη διαφορά της τιμής εκκαθάρισης του ΣΜΕ της προηγούμενης ημέρας και της τιμής που έγινε η αντίθετη πράξη ή οι αντίθετες πράξεις για κλείσιμο της θέσης κατά τη διάρκεια της ημέρας. Τα πράγματα γίνονται πιο πολύπλοκα αν υπάρχουν ανοιχτές θέσεις από την προηγούμενη ημέρα, εν συνεχεία προβούμε σε άνοιγμα επιπλέον συμβολαίων ίδιων με αυτών της προϋπάρχουσας θέσης και τελικά κλείσουμε μέρος ή και το σύνολο της συνολικής θέσης μέσα στην ημέρα. Για τον διακανονισμό σε αυτές ή σε πιο πολύπλοκες περιπτώσεις η ΕΤΕΣΕΠ ακολουθεί την αρχή FIFO (First In First Out). Αυτό σημαίνει ότι θα γίνει πρώτα διακανονισμός των θέσεων που ανοίχτηκαν πρώτα την προηγούμενη ημέρα και, αν ο αριθμός των συμβολαίων που κλείστηκαν είναι μικρότερος του αριθμού συμβολαίων της συνολικής ανοιχτής θέσης, τα συμβόλαια που θα μείνουν ανοιχτά είναι αυτά που ανοίξαμε τελευταία. Για να γίνουν περισσότερο κατανοητά τα προηγούμενα, παραθέτουμε το πιο κάτω παράδειγμα.

Παράδειγμα:

Ο επενδυτής ΓΔ έχει ανοιχτή θέση από την προηγούμενη ημέρα 5 συμβόλαια long στον FTSE/ASE-20 λήξεως Σεπτεμβρίου. Η τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ της προηγούμενης ημέρας είναι 2.500. Ο επενδυτής έχει καλύψει υποχρεώσεις για margin και διακανονισμό. Σήμερα ανοίγει άλλα 5 ίδια συμβόλαια long στις 2.510. Στη συνέχεια βγαίνει short 7 ίδια συμβόλαια στις 2.540. Η τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου για σήμερα είναι 2.550. Ο διακανονισμός θα έχει ως εξής:

Για τα 5 συμβόλαια που είχαμε από την προηγούμενη:

$$(2.540 - 2.500) \times 5 \times 5 = 1.000 \text{ € (κέρδος).}$$

Για 2 από τα 5 συμβόλαια που ανοίξαμε σήμερα:

$$(2.540 - 2.510) \times 5 \times 2 = 300 \text{ € (κέρδος).}$$

Για 3 συμβόλαια που έμειναν ανοιχτά:

$$(2.550 - 2.510) \times 5 \times 3 = 600 \text{ € (κέρδος).}$$

Για τα 3 αυτά συμβόλαια που έμειναν ανοιχτά, ο επενδυτής θα καταβάλει και το απαιτούμενο ποσό margin.

2.3. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο Δείκτη FTSE/ASE Mid 40

Είναι τυποποιημένα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης όπου η εκκαθάριση γίνεται με ρευστά διαθέσιμα. Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 που διαπραγματεύονται στην Αγορά

Παραγώγων του Χ.Α. Α.Ε., η υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE Mid 40. Οι τιμές αγοράς και πώλησης αναφέρονται σε μονάδες του δείκτη. Η ημερομηνία έναρξης συναλλαγών είναι η 28^η Ιανουαρίου 2000 και οι ώρες συναλλαγής είναι 10:15 με 15:00. Η ειδική διαπραγμάτευση (market-making) δεν θα είναι υποχρεωτική εκτός των ωρών συναλλαγής του υποκειμένου δείκτη.

Τα βασικά χαρακτηριστικά του προθεσμιακού συμβολαίου πάνω στον δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης είναι τα ίδια με αυτά του Σ.Μ.Ε. πάνω στον δείκτη FTSE/ASE 20.

Τα κυριότερα χαρακτηριστικά που διαφοροποιούνται σε σχέση με το προθεσμιακό συμβόλαιο πάνω στον FTSE/ASE 20 είναι:

1. Ο πολλαπλασιαστής, που είναι 5 € (η μονάδα δείκτη «αξίζει» 5 €)
2. Το tick value = 1,25 € (5 X 0,25)
3. Το περιθώριο ασφάλισης, που είναι το 18% της «θεωρητικής» αξίας θέσης.

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.

Οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται συνεχώς και η τιμή του δείκτη επαναπροσδιορίζεται λεπτό προς λεπτό κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης και συνεπώς και η τιμή διαπραγμάτευσης του συμβολαίου μεταβάλλεται και αυτή σε συνεχή βάση. Η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη, ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του συμβολαίου επί τον πολλαπλασιαστή του δείκτη. Για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ο πολλαπλασιαστής είναι 5 € για όλες τις σειρές λήξης.

2.4. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε Μετοχές

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

Πρόκειται για τυποποιημένα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση. Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης αντιπροσωπεύει 100 μετοχές. Στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε μετοχές η εκκαθάριση γίνεται αυτόματα μέσω ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού και φυσικής παράδοσης την ημέρα της τελικής εκκαθάρισης. Πιο συγκεκριμένα, η παράδοση γίνεται με βάση την τελική τιμή εκκαθάρισης του συμβολαίου: ο πωλητής του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης παραδίδει στον αγοραστή του

συμβολαίου αριθμό μετοχών ίσο με το μέγεθος του συμβολαίου και λαμβάνει από αυτόν το ποσό του τελικού διακανονισμού. Η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης εκφράζεται σε ευρώ ανά μετοχή, ενώ η αξία του συμβολαίου υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας την τιμή αυτή επί το μέγεθος του συμβολαίου (100 μετοχές).

2.5. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί Δεικτών Μετοχών

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί δεικτών μετοχών διαφέρουν από τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε μετοχές στο ότι εκκαθαρίζονται με μετρητά και όχι με την παράδοση του υποκείμενου στοιχείου, γιατί αυτό είναι αδύνατο. Τα συμβόλαια επί δεικτών αποτιμώνται την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσής τους και όλες οι θέσεις τους (long & short) θεωρούνται ότι κλείνουν. Για τα περισσότερα συμβόλαια ως τιμή εκκαθάρισης την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσής τους υπολογίζεται η τιμή κλεισίματος του δείκτη εκείνη την ημέρα. Οι τιμές των δεικτών συνήθως πολλαπλασιάζονται επί έναν αριθμό και έτσι προκύπτει η αξία του συμβολαίου.

Ο δείκτης FTSE/ASE 20 είναι υποκείμενος στα πρώτα συμβόλαια futures που διαπραγματεύονται στο Χ.Π.Α. και έχει πολλαπλασιαστή το 5 €

Τα διεθνή Χρηματιστήρια χρησιμοποιούν διάφορους δείκτες ως υποκείμενες αξίες για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.

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

Είναι τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης όπου η εκκαθάριση γίνεται με φυσική παράδοση ομολόγων σε καθορισμένη τιμή. Η ονομαστική αξία του συνθετικού ομολόγου είναι 100.000€ Η τιμή του συμβολαίου εκφράζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας του συνθετικού ομολόγου με ακρίβεια 2 δεκαδικών ψηφίων. Το ελάχιστο μέγεθος μεταβολής της τιμής είναι 0,01%

Το υποκείμενο στοιχείο είναι ένα συνθετικό ομόλογο, τα χαρακτηριστικά του οποίου καθορίζονται σύμφωνα με τα ακόλουθα: Το Ελληνικό Κράτος θεωρείται ότι είναι ο εκδότης. 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.

Η ημέρα τελικής εκκαθάρισης είναι η δέκατη ημερολογιακή ημέρα του μήνα λήξης του συμβολαίου. Όταν δεν είναι εργάσιμη ημέρα η αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα, είναι η ημέρα τελικής εκκαθάρισης. Η ημέρα λήξης είναι η πέμπτη εργάσιμη ημέρα, πριν από την ημέρα τελικής εκκαθάρισης. Η ημέρα λήξης είναι επίσης η τελευταία ημέρα συναλλαγής. Οι ώρες συναλλαγής είναι 10:15 μέχρι 17:00 ώρα Ελλάδας. Οι συναλλαγές σταματούν στις 12:00 ώρα Ελλάδας της ημέρα 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.

Υπάρχει καθημερινή εκκαθάριση βασισμένη στην ημερήσια τιμή εκκαθάρισης που υπολογίζεται με βάση τον κατάλληλο αλγόριθμο.

Για σειρές με πράξεις στο τελευταίο 30λεπτο, ως τιμή εκκαθάρισης υπολογίζεται ο Σταθμισμένος Μέσος Όρος (ΣΜΟ) των πράξεων του τελευταίου 30λέπτου.

Για σειρές χωρίς πράξεις στο τελευταίο 30λεπτο, ως τιμή εκκαθάρισης υπολογίζεται ο ΣΜΟ των πράξεων του τελευταίου 60λέπτου. Σε περίπτωση που δεν υπάρχουν συναλλαγές ούτε στην παραπάνω χρονική διάρκεια τότε η τιμή εκκαθάρισης θα είναι ο ΣΜΟ των πράξεων των τελευταίων 90 λεπτών. Αν δεν υπάρχουν και τότε πράξεις, τότε υπολογίζεται ο ΣΜΟ των τελευταίων 120 λεπτών και αν δεν υπάρχουν και σε αυτή τη χρονική περίοδο πράξεις τότε υπολογίζεται το ΣΜΟ των 150 λεπτών και ούτω κάθε εξής ανά 30 λεπτά μέχρι την έναρξη της συνεδρίασης.

Όταν δεν υπάρχουν καθόλου πράξεις στον μήνα ρευστότητας, τότε η τιμή εκκαθάρισης του μήνα ρευστότητας είναι η τιμή εκκαθάρισης της προηγούμενης συνεδρίασης.

Όταν δεν υπάρχουν καθόλου πράξεις σε σειρά που δεν είναι ο μήνας ρευστότητας, τότε η τιμή εκκαθάρισης θα υπολογίζεται βάση της ποσοστιαίας μεταβολής του μήνα ρευστότητας. Δηλαδή, τιμή εκκαθάρισης της προηγούμενης συνεδρίασης συν το ποσοστό μεταβολής του μήνα ρευστότητας της ημέρας.

Όταν υπάρχει εισαγωγή μιας νέας σειράς ή η τιμή εκκαθάρισης της προηγούμενης ημέρας είναι μηδέν και δεν υπάρχει πράξη κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης, τότε η τιμή εκκαθάρισης θα είναι μηδέν.

Ως τελική τιμή εκκαθάρισης υπολογίζεται η τελευταία τιμή συναλλαγής κατά την ημέρα λήξης της κάθε σειράς. Δύο εβδομάδες πριν από την τελευταία ημέρα συναλλαγής του μηνός παράδοσης, το ΧΠΑ εκδίδει μία τελευταία λίστα των ομολόγων που είναι παραδοτέα προς εκκαθάριση του συμβολαίου. Κατά την ημέρα παράδοσης, ο πωλητής υποχρεούται να παραδώσει για κάθε συμβόλαιο ονομαστική αξία 25 εκατομμύρια δραχμές σε παραδοτέο ομόλογο της εκλογής του. Ο αγοραστής υποχρεούται να καταβάλλει το πληρωτέο ποσό όπως υπολογίζεται χρησιμοποιώντας την καθορισμένη τιμή του συμβολαίου πολλαπλασιασμένη με τον συντελεστή τιμής που χρησιμοποιείται για να προσαρμόσει τα διάφορα παραδοτέα ομόλογα σε κοινή βάση για παράδοση. Το πληρωτέο ποσό για κάθε ομόλογο που παραδίδεται προσαρμόζεται ώστε να εμπεριέχει τους δεδουλευμένους τόκους.

Πληρωτέο ποσό ανά συμβόλαιο = $(F \times PF \times Grd 25.000.000) + AI$

Όπου: F = Τελική τιμή εκκαθάρισης, PF = Συντελεστής τιμής, AI = Δεδουλευμένοι τόκοι, χωρίς παρακρατήσεις φόρων.

Ο συντελεστής τιμής για κάθε παραδοτέο ομόλογο καθορίζεται από:

1. Το χρόνο μέχρι τη λήξη της παραδοτέας έκδοσης ομολόγου την δέκατη ημέρα του μήνα λήξης του συμβολαίου.
2. Το τοκομερίδιο της παραδοτέας έκδοσης του ομολόγου.

Σε περίπτωση κατά την οποία η ΕΤΕΣΕΠ αδυνατεί ανυπαίτια να εξασφαλίσει στους δικαιούχους παραγγελίες τις προς παράδοση αξίες, υποχρεούται να ενημερώσει για την αδυναμία παράδοσης τα Μέλη που διαχειρίζονται τους σχετικούς κωδικούς μέχρι τις 13:30 της ημέρας παράδοσης. Η μετατροπή της υποχρέωσης της ΕΤΕΣΕΠ σε χρηματική λαμβάνει χώρα μετά την λήξη της συνεδρίασης της οργανωμένης υποκείμενης αγοράς στην οποία και διαπραγματεύονται οι προς παράδοση αξίες. Η καταβολή διενεργείται με την διαδικασία του χρηματικού διακανονισμού για τα ποσά

που αντιστοιχούν στις παραδοτέες αξίες. Για τον υπολογισμό της χρηματικής της υποχρέωσης η ΕΤΕΣΕΠ λαμβάνει υπόψη την ανώτερη τιμή των προς παράδοση αξιών στην αγορά διαπραγμάτευσής τους κατά την ημέρα της υπερημερίας. Επιπλέον η ΕΤΕΣΕΠ, πέραν της παραπάνω αποζημίωσης, θα καταβάλλει στους δικαιούχους παραγγελίες προσ αύξηση ανερχόμενη στο 1% της παραπάνω τιμής.

2.6.1. Παραδοτέα Ομόλογα

Κατά τη λήξη του συμβολαίου, οι πωλητές των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης παραδίδουν στους αγοραστές ομόλογα από το καλάθι των παραδοτέων ομολόγων.

Το ΧΠΑ καθορίζει ποια ομόλογα θα είναι παραδοτέα για κάθε σειρά, πέντε εργάσιμες ημέρες πριν από την πρώτη ημέρα συναλλαγής κάθε καινούργιας σειράς συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Αυτό συμβαίνει μέσω του προσδιορισμού ενός χρονικού διαστήματος του οποίου η διάρκεια προσομοιάζει όσο το δυνατόν περισσότερο με τη χρονική διάρκεια του συνθετικού ομολόγου.

Τα παραδοτέα ομόλογα πρέπει να εμπίπτουν μέσα στο εν λόγω χρονικό διάστημα και πρέπει να χαρακτηρίζονται σαν ομόλογα ορόσημα (benchmark bonds) με συνολικό ποσό έκδοσης-κυκλοφορίας τουλάχιστον 1 δις Ευρώ. Η εναπομένουσα διάρκεια αυτών των ομολόγων θα πρέπει να κυμαίνεται μεταξύ 7,5 και 11 χρόνων. Σε περίπτωση που το ποσό της έκδοσης των παραδοτέων ομολόγων πέσει κάτω από 1 δις Ευρώ, πρόσθετα ομόλογα θα χαρακτηριστούν από το ΧΠΑ σαν παραδοτέα για να καλυφθούν οι απαιτήσεις. Δύο εβδομάδες πριν από την τελευταία ημέρα συναλλαγής του μηνός που θα γίνει η παράδοση, το ΧΠΑ εκδίδει μία τελική λίστα των ομολόγων που είναι παραδοτέα προς εκκαθάριση του συμβολαίου και με τους αντίστοιχους συντελεστές τιμής.

2.6.2. Ενέχυρο και Περιθώριο Ασφαλείας

Οι απαιτήσεις ενέχυρου των λογαριασμών εκκαθάρισης υπολογίζονται χρησιμοποιώντας το σύστημα περιθωρίου ασφάλισης του ΟΑΣΗΣ, RIVA (SPAN-like). Για το καθορισμό του διαστήματος αποτίμησης (valuation interval) χρησιμοποιείται η ημερήσια τιμή εκκαθάρισης σαν το μέσο σημείο. Οι αλλαγές στα περιθώρια ασφάλισης είναι αναδρομικές για όλες τις ανοικτές θέσεις. Κάτω από ακραίες συνθήκες αγοράς ή οποιαδήποτε στιγμή κριθεί απαραίτητο, η ΕΤΕΣΕΠ έχει το δικαίωμα να αυξήσει ή να μειώσει το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλειας για προκαταβολή, σύμφωνα με άλλες αρχές όπως αυτή θεωρεί απαραίτητο.

2.7. Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί Επιτοκίων

Όπως λέει και ο τίτλος Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί επιτοκίου είναι ένα ΣΜΕ επί ενός περιουσιακού στοιχείου του οποίου η αξία εξαρτάται από το ύψος των επιτοκίων. Τέτοια περιουσιακά στοιχεία είναι οι ομολογίες του Δημοσίου, τα ευρωδολάρια, το διατραπεζικό επιτόκιο της αγοράς του Λονδίνου (LIBOR). Σε όλα αυτά εκτός από τα ευρωδολάρια και το LIBOR μπορεί να πραγματοποιηθεί φυσική παράδοση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου, αλλά συνήθως δεν προτιμάται από τους επενδυτές.

Άλλο συμβόλαιο με μεγάλη διαπραγματεύση είναι τα ΣΜΕ επί 5ετούς διάρκειας ομολόγων του Δημοσίου (Treasury notes) που διαπραγματεύονται στο Chicago Board of Trade (C.B.T.). Σε αυτό το συμβόλαιο μπορεί να παραδοθεί κάθε κυβερνητικό ομόλογο με λήξη μεταξύ 6^{1/2} και 10 ετών.

Οι τιμές αυτών των συμβολαίων καθορίζονται σε δολάρια και 32^α του δολαρίου. Για παράδειγμα αν μία τιμή σε μια ομολογία ονομαστικής αξίας 100 \$ αναγράφεται το ποσό 125-18, τότε σημαίνει 125 και 18/32 του δολαρίου. Δηλαδή η

τιμή μιας ομολογίας με ονομαστική αξία 100.000 \$ είναι 125.563\$. Επιπλέον το αναγραφόμενο ποσό που θα δούμε στην εφημερίδα δεν περιλαμβάνει τον δεδουλευμένο τόκο, ο οποίος προστίθεται όταν κάποιος αγοράζει συμβόλαιο futures.

Ένα άλλο διαδεδομένο συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης είναι αυτό επί Ευρωδολαρίων που διαπραγματεύεται στο Chicago Mercantile Exchange (C.M.E.). Τα συμβόλαια futures ευρωδολαρίων έχουν σημαντικές διαφορές από τα άλλα διότι εκκαθαρίζονται με μετρητά στις 3.30 ώρα Λονδίνου, τη Δευτέρα, πριν από την τρίτη Παρασκευή του μήνα λήξης. Η τελική αποτίμησή τους (marking to market) υπολογίζεται πάνω στην αξία του συμβολαίου ως εξής: $10.000(100 - 0,25R)$.

Όπου **R** είναι το ύψος του επιτοκίου ευρωδολαρίων εκείνη την ημέρα. Αυτό το επιτόκιο είναι το τρέχον επιτόκιο 90 ημερών σε καταθέσεις ευρωδολαρίων, με ανατοκισμό τέσσερις φορές το χρόνο. Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης ευρωδολαρίων είναι συμβόλαια επί ενός επιτοκίου, ενώ τα άλλα είναι συμβόλαια στην τιμή μιας ομολογίας, ομολόγου κ.λ.π.

Ευρωδολάριο είναι το δολάριο το οποίο έχει κατατεθεί σε αμερικανική ή ξένη Τράπεζα εκτός Η.Π.Α.

Επιτόκιο ευρωδολαρίων είναι το επιτόκιο που κερδίζει μια Τράπεζα αν καταθέσει σε άλλη Τράπεζα, ευρωδολάρια. Αυτό το επιτόκιο είναι γνωστό και σαν London Interbank Offer Rate ή ακόμα καλύτερα LIBOR, γιατί το κέντρο της αγοράς Ευρωδολαρίων είναι το Λονδίνο. Συνήθως τα επιτόκια των ευρωδολαρίων είναι υψηλότερα από αυτά των αμερικανικών εντόκων γραμματίων του Δημοσίου (Treasury Bills), γιατί μια Τράπεζα είναι υποχρεωμένη να πληρώνει υψηλότερα επιτόκια από την Κυβέρνηση όταν δανείζεται κεφάλαια. Το επιτόκιο που υπόκειται στα ΣΜΕ ευρωδολαρίων είναι επιτόκιο 90 ημερών.

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί επιτοκίων γενικά χρησιμοποιούνται για προστασία από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων. Επειδή οι αξίες των ομολογιών και των ομολόγων εξαρτώνται αντίστροφα από τα επίπεδα των επιτοκίων, βραχυχρόνια χρειάζονται προστασία από την αύξηση των επιτοκίων και μακροχρόνια από την πτώση των επιτοκίων.

Στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί κρατικών ομολογιών που διαπραγματεύονται στο CBOT το μέρος με θέση πωλητή (short position) μπορεί να έχει τα εξής δικαιώματα:

1. Η παράδοση μπορεί να γίνει οποιαδήποτε ημέρα του μήνα παράδοσης.
2. Μπορεί να παραδώσει οποιοσδήποτε ομολογίες ή ομόλογα όσον αφορά τα τοκομερίδια και την ημερομηνία λήξης και όχι απαραίτητα τα πωληθέντα. Οπότε μπορεί να διαλέξει τα φτηνότερα διαθέσιμα στην αγορά.
3. Η διαπραγμάτευση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης επί ομολογιών σταματά στις 2 μ.μ., ενώ η διαπραγμάτευση των ίδιων των ομολογιών συνεχίζεται μέχρι τις 4 μ.μ. Το μέρος με τη short position μπορεί όμως να ειδοποιήσει με σημείωμα την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών μέχρι τις 8 μ.μ., ότι έχει σκοπό να παραδώσει τις ομολογίες. Αν δώσει την ειδοποίηση, η τιμή του τιμολογίου υπολογίζεται στην τιμή κλεισίματος πριν τις 2 μ.μ. το δικαίωμα αυτό είναι γνωστό σαν wild card play (Παιχνίδι με τρελά χαρτιά).

Βέβαια το δικαίωμα αυτό καθώς και τα υπόλοιπα δεν είναι χωρίς κόστος. Η αξία των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης με τέτοια δικαιώματα είναι χαμηλότερη από ότι θα ήταν χωρίς αυτά.

2.8. Σύγκλιση της Τιμής ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης στην Τρέχουσα Τιμή του Υποκείμενου Στοιχείου

Στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης έχουμε δύο τύπους αγοράς. Ο πρώτος τύπος αναφέρει ότι η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης αυξάνεται όσο επιμηκύνεται ο χρόνος λήξης του συμβολαίου και ονομάζεται **ομαλή αγορά (normal market)**. Δηλαδή όταν πλησιάσει ο μήνας παράδοσης ενός συμβολαίου, η τιμή του συγκλίνει με την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου στοιχείου. Στον δεύτερο τύπο αγοράς η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης μειώνεται όσο επιμηκύνεται ο χρόνος λήξης και λέγεται **αντίστροφη αγορά (inverted market)**. Που σημαίνει, πως όταν φτάσει η περίοδος παράδοσης, η τιμή του futures ισούται ή είναι πολύ κοντά στην τρέχουσα τιμή του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου (spot price).

Αν για παράδειγμα υποθέσουμε πρώτα πως η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα τιμή κατά την περίοδο παράδοσης, αυτό δίνει την δυνατότητα σε όποιον εμπορεύεται Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης να κάνει arbitrage. Δηλαδή, να κάνει ταυτόχρονα αγορά και πώληση του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης σε σημαντικά διαφορετικές τιμές ώστε αυτό να του αποφέρει κέρδος δίχως κίνδυνο.

Με τον τρόπο αυτό κερδίζει το ποσό της επί πλέον διαφοράς της τιμής του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης από την τρέχουσα τιμή του περιουσιακού στοιχείου. Καθώς όμως οι έμποροι των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης προβαίνουν στις παρακάτω πράξεις, πέφτουν οι τιμές των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης κατά την περίοδο παράδοσης.

Αν υποθέσουμε όμως τώρα ότι η τιμή του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου στοιχείου κατά την περίοδο παράδοσης, τότε οι εταιρίες που ενδιαφέρονται να αποκτήσουν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο, βρίσκουν ευκαιρία να αγοράσουν ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης και να περιμένουν να λήξει για να παραλάβουν το περιουσιακό στοιχείο. Με τις κινήσεις αυτές οι τιμές του Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης τείνουν να ανέβουν.

3. Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forwards)

Ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (forwards) είναι μια συμφωνία δύο μερών, που επιτεύχθηκε σε μία χρονική στιγμή, να αγοράσουν ή να πουλήσουν μία αξία ή ένα εμπόρευμα σε μία ορισμένη μελλοντική ημερομηνία, σε μία τιμή που καθορίστηκε κατά τον χρόνο της σύμβασης.

Στο προθεσμιακό συμβόλαιο το ένα μέρος συμφωνεί να αγοράσει το υποκείμενο στοιχείο σε ορισμένη τιμή και σε συγκεκριμένη ημερομηνία (long position) και το άλλο μέρος συμφωνεί να πουλήσει το ίδιο στοιχείο στην ίδια τιμή και ημερομηνία (short position). Όταν υπογράφεται το συμβόλαιο δεν υπάρχει κόστος ούτε για τη θέση του αγοραστή, ούτε για τη θέση του πωλητή.

Το προθεσμιακό συμβόλαιο εκκαθαρίζεται μόνο στη λήξη που έχει οριστεί. Τότε το μέρος με τη θέση του πωλητή παραδίδει το περιουσιακό στοιχείο σε αυτό που έχει θέση αγοραστή, εισπράττοντας σε μετρητά την προσυμφωνημένη τιμή παράδοσης. Αυτό που καθορίζει την αξία ενός συμβολαίου forward είναι η τιμή του υποκείμενου στοιχείου σε μία δεδομένη στιγμή. Όταν υπογράφεται το συμβόλαιο έχει μηδενική αξία. Αν όμως μετά την έναρξη οι τιμές του υποκείμενου στοιχείου ανέβουν, τότε η αξία του για τον αγοραστή γίνεται θετική και η αξία του για τον πωλητή γίνεται αρνητική και αντίστροφα.

Ένα από τα πιο συνηθισμένα προθεσμιακά συμβόλαια είναι επί συναλλάγματος που συνήθως συμφωνείται μεταξύ εταιριών και Τραπεζών.

Παράδειγμα:

Έστω ότι μία ελληνική εταιρία υπογράφει στις 10 Απριλίου ένα συμβόλαιο forward και συμφωνεί να αγοράσει 1.000.000 \$ ΗΠΑ, σε 90 μέρες, με συναλλαγματική ισοτιμία δολαρίου 0,80 € Το συμβόλαιο την υποχρεώνει να αγοράσει στο τέλος των 90 ημερών. 1.000.000 \$ ΗΠΑ αντί 800.000 €

Οι τιμές του Δολαρίου ΗΠΑ διαμορφώνονται ως εξής στις 10 Απριλίου:

| | |
|--------------------|------------------|
| Τρέχουσα | 0,82 λεπτά του € |
| Forward 30 ημερών | 0,81 λεπτά του € |
| Forward 90 ημερών | 0,80 λεπτά του € |
| Forward 180 ημερών | 0,80 λεπτά του € |

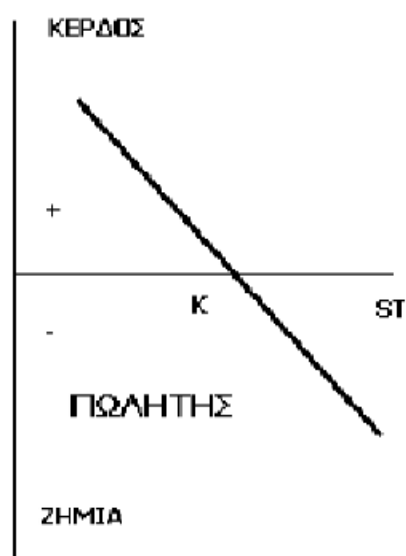
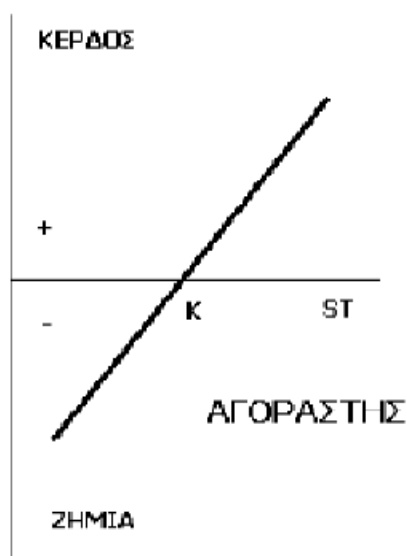
Αν η τρέχουσα τιμή του δολαρίου στο τέλος των 90 ημερών έχει ανέβει για παράδειγμα στα 0,85 λεπτά του € τότε η εταιρία θα κερδίσει (850.000-800.000) 50.000 € Αν όμως η ισοτιμία του Δολαρίου πέσει στα 0,79 λεπτά του € τότε η εταιρία θα χάσει (800.000-790.000) 10.000 €

Γενικά αν ονομάσουμε St την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου στοιχείου και K την συμφωνημένη τιμή παράδοσης στη λήξη του συμβολαίου, θα έχουμε για κάθε μονάδα περιουσιακού στοιχείου εξόφληση για τον αγοραστή **St-K**, διότι θα αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο που στοιχίζει St αντί K τιμής. Ενώ ο πωλητής θα πουλήσει στην **K-St** τιμή. Οι εξοφλήσεις μπορεί να είναι θετικές ή αρνητικές για τον έναν και για τον άλλο.

3.1. Διαφορές μεταξύ Προθεσμιακών Συμβολαίων (Forwards) και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures)

| Προθεσμιακά Συμβόλαια | Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης |
|---|--|
| Ιδιωτικά συμβόλαια. | Προθεσμιακά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης. |
| Διαπραγματεύονται σε εξωχρηματιστηριακή αγορά. | Διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήριο. |
| Υπογράφονται συνήθως μεταξύ Τραπεζών. | Ελάχιστες καταθέσεις. Κατά περίπτωση τυποποιημένες. |
| Δεν είναι τυποποιημένα. | Είναι εξατομικευμένα-τυποποιημένα. |
| Εκπλήρωση μόνο 2-5 % | Εκπλήρωση σχεδόν 100% |
| Εκκαθαρίζονται μόνο στη λήξη των συμβολαίων | Εκκαθαρίζονται καθημερινά. |
| Προσδιορίζεται συνήθως μια ορισμένη ημερομηνία παράδοσης. | Υπάρχει μια σειρά ημερομηνιών παράδοσης. |
| Έχουν ρευστότητα ιδιαίτερα υψηλή. | Έχουν ρευστότητα ιδιαίτερα χαμηλή. |
| Στη λήξη τους γίνεται παράδοση του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου και είσπραξη μετρητών | Τα περισσότερα futures κλείνουν πριν από τη λήξη τους. |

Διαγράμματα Πληρωμών Στη Λήξη



3.2. Προθεσμιακές Συμβάσεις Επιτοκίων (Forwards Rate Agreements) ή FRAs

Οι Προθεσμιακές Συμβάσεις Επιτοκίων είναι προθεσμιακά συμβόλαια όπου τα μέρη συμφωνούν ότι ένα ορισμένο επιτόκιο θα ισχύσει σε ένα ορισμένο κεφάλαιο κατά τη διάρκεια μιας προκαθορισμένης μελλοντικής περιόδου. Είναι συμφωνίες ανταλλαγής των τόκων πάνω στο συγκεκριμένο αυτό κεφάλαιο.

Οι Προθεσμιακές Συμβάσεις Επιτοκίων μοιάζουν με τα υπόλοιπα προθεσμιακά συμβόλαια. Αν η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου επιτοκίου είναι υψηλότερη από την τιμή του προθεσμιακού συμβολαίου, τότε ο αγοραστής έχει κέρδος. Αν όμως η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου επιτοκίου είναι χαμηλότερη από την συμφωνηθείσα τιμή του προθεσμιακού συμβολαίου, τότε ο αγοραστής έχει ζημιά και το αντίθετο.

4. Δικαιώματα Προαίρεσης (Options)

Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης (ΔΠ ή Options) δίνουν στον αγοραστή τους το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσουν (δικαίωμα αγοράς, Δ.Α. ή Call), ή να πουλήσουν (δικαίωμα πώλησης, Δ.Π. ή Put) ένα υποκείμενο προϊόν σε μία προκαθορισμένη τιμή (την τιμή εξάσκησης ή Strike price ή Exercise price) πριν από (αμερικάνικου τύπου) ή σε μια (ευρωπαϊκού τύπου) συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία (ημερομηνία λήξης ή άσκησης, ή expiration date ή exercise date ή maturity date). Ο πωλητής των δικαιωμάτων αναλαμβάνει την αντίστοιχη υποχρέωση.

Τα **αμερικανικού τύπου δικαιώματα** (American options) μπορούν να ασκηθούν οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήξης. Τα **ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα** (European options) μπορούν να ασκηθούν μόνο την ημερομηνία λήξης τους. Τα περισσότερα δικαιώματα που διαπραγματεύονται στα Χρηματιστήρια είναι αμερικανικού τύπου. Πρέπει να διευκρινιστεί ότι ο τύπος των δικαιωμάτων δεν έχει σχέση με τον τόπο που βρίσκεται το Χρηματιστήριο. Για παράδειγμα, μερικά δικαιώματα που διαπραγματεύονται σε Χρηματιστήρια της Νότιας Αμερικής είναι ευρωπαϊκού τύπου. Τα ευρωπαϊκού τύπου δικαιώματα είναι ευκολότερο να αναλυθούν και πολλές φορές ιδιότητες ενός αμερικανικού τύπου δικαιώματος συμπεραίνονται από αυτές του ευρωπαϊκού.

Στο συμβόλαιο δικαιώματος προαίρεσης ο κάτοχος έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει. Για να έχει αυτό το δικαίωμα πληρώνει στον αντισυμβαλλόμενο πωλητή του δικαιώματος (writer) ένα ποσό, το λεγόμενο **ασφάλιστρο**. Η τιμή του ασφαλίστρου που είναι και η τιμή απόκτησης του δικαιώματος, εξαρτάται από την τιμή άσκησης του. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή άσκησης τόσο μικρότερο είναι το ύψος του ασφαλίστρου και αντίθετα και μεταβάλλεται καθημερινά στο Χρηματιστήριο ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Αντίθετα στα ΣΜΕ, τα Προθεσμιακά Συμβόλαια και τις Ανταλλαγές η συμφωνία είναι δεσμευτική και για τα δύο μέρη.

4.1. Ιστορική Αναδρομή

Τα δικαιώματα προαίρεσης πρωτοεμφανίστηκαν τον 17^ο αιώνα στην Ολλανδία με σκοπό τη διακίνηση βολβών από τουλίπες. Δικαιώματα σε μετοχές για πρώτη φορά πουλήθηκαν το 1973 στο Chicago Board Options Exchange. Από τότε υπήρξε δραματική αύξηση στις αγορές δικαιωμάτων. Σήμερα διαπραγματεύονται σε πάρα πολλά Χρηματιστήρια ανά τον κόσμο. Τεράστιος επίσης όγκος συναλλαγών γίνεται (over the counter) από τις Τράπεζες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα. Τα υποκείμενα στοιχεία των δικαιωμάτων είναι μετοχές, δείκτες μετοχών, συνάλλαγμα, ομόλογα, επιτόκια, εμπορεύματα και ΣΜΕ.

4.2. Εσωτερική Αξία των Δικαιωμάτων Προαίρεσης

Όταν η τιμή εξάσκησης είναι χαμηλότερη από την τιμή της υποκείμενης αξίας (Spot > Strike) σε ένα δικαίωμα αγοράς (call) το δικαίωμα έχει εσωτερική αξία. Για παράδειγμα, το να αποκτήσουμε το δικαίωμα να αγοράσουμε τον δείκτη FTSE20 στις 900 μονάδες σε π.χ. 17 ημέρες (δηλαδή στην ημερομηνία λήξης του δικαιώματος) όταν την ίδια στιγμή ο δείκτης βρίσκεται στις 920 μονάδες θα πρέπει να μας κοστίζει

τουλάχιστον 20 μονάδες. Αυτές οι 20 μονάδες είναι η εσωτερική αξία του δικαιώματος.

Αντιστοίχως ένα δικαίωμα πώλησης (put) έχει εσωτερική αξία όταν η τιμή της υποκείμενης αξίας (δηλαδή του δείκτη ή της μετοχής) είναι χαμηλότερη από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος (Strike > Spot).

Η εσωτερική αξία ενός δικαιώματος αγοράς (call) ή ενός δικαιώματος πώλησης (put) δεν μπορεί ποτέ να είναι αρνητική. Εάν η τιμή της υποκείμενης αξίας είναι μικρότερη από την τιμή εξάσκησης ενός δικαιώματος αγοράς (call), η εσωτερική αξία είναι 0. Εάν η τιμή εξάσκησης είναι μεγαλύτερη από την τιμή της υποκείμενης αξίας ενός δικαιώματος πώλησης (put), η εσωτερική αξία του δικαιώματος πώλησης (option) είναι 0. Ο λόγος είναι ότι (όπως προαναφέραμε) τα δικαιώματα δεν είναι υποχρεωτικό να εξασκηθούν.

Όταν η τιμή άσκησης ενός δικαιώματος αγοράς (call) είναι μικρότερη από την τιμή της υποκείμενης αξίας και κατά συνέπεια έχει εσωτερική αξία, λέμε ότι το δικαίωμα πώλησης (option) είναι Εντός της Χρηματικής του Αξίας (ITM ή In-The-Money). Δηλαδή ένα Δικαίωμα Προαίρεσης in the money είναι αυτό που δίνει στον κάτοχό του κέρδη αν το ασκήσει αμέσως μετά την αγορά του. Όταν η τιμή άσκησης ενός δικαιώματος αγοράς (call) είναι μεγαλύτερη από την τιμή της υποκείμενης αξίας και το δικαίωμα (option) δεν έχει εσωτερική αξία λέμε ότι βρίσκεται Εκτός της Χρηματικής του Αξίας (OTM ή Out-of-The-Money). Που σημαίνει ότι η άμεση άσκηση ενός Δικαιώματος Προαίρεσης φέρνει ζημιές στον κάτοχό του. Τέλος όταν η τιμή της υποκείμενης αξίας στην αγορά είναι ίση με την τιμή εξάσκησης (strike) του δικαιώματος λέμε ότι το δικαίωμα βρίσκεται Στην Χρηματική του Αξία (ATM ή At-The-Money). Δηλαδή η τυχόν άσκηση ενός Δικαιώματος Προαίρεσης θα έχει μηδέν αποτέλεσμα για τον κάτοχό του.

Παραδείγματα

Ο δείκτης FTSE20 βρίσκεται στις 900 μονάδες:

Το δικαίωμα αγοράς (call) με τιμή εξάσκησης (strike) 850 είναι in-the-money.

Το δικαίωμα αγοράς (call) με τιμή εξάσκησης (strike) 950 είναι out-of-the-money.

Το δικαίωμα αγοράς (call) με τιμή εξάσκησης (strike) 900 είναι at-the-money.

Το δικαίωμα πώλησης (Put) με τιμή εξάσκησης (strike) 850 είναι out-of-the-money.

Το δικαίωμα πώλησης (Put) με τιμή εξάσκησης (strike)950 είναι in-the-money.

Το δικαίωμα πώλησης (Put) με τιμή εξάσκησης (strike)900 είναι at-the-money.

4.3. Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών

Είναι τα πιο δημοφιλή και διαπραγματεύονται σε πάνω από 500 διαφορετικές μετοχές. Προσφέρουν τη δυνατότητα προφύλαξης από τις μεγάλες αυξομειώσεις των τιμών των μετοχών, αλλά και μεγάλες ευκαιρίες κερδοσκοπίας. Στην Αμερική ο κάτοχος ενός συμβολαίου προαίρεσης έχει το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει 100 μετοχές, αριθμός που βολεύει, γιατί και οι ίδιες οι μετοχές συνήθως διαπραγματεύονται ανά 100.

Για να κατανοήσουμε καλύτερα τον τρόπο που λειτουργεί ένα δικαίωμα προαίρεσης μετοχών θα δώσουμε το παρακάτω παράδειγμα.

Παράδειγμα

Ο επενδυτής X αγοράζει στις 02/01/2009 100 δικαιώματα αγοράς επί της μετοχής A με τιμή άσκησης 200 €. Η τιμή απόκτησης του δικαιώματος αγοράς (ασφάλιστρο) είναι 25 € ανά μετοχή. Έστω ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής A είναι 150 € και η ημερομηνία λήξης του δικαιώματος αγοράς είναι σε 2 μήνες. Έστω ότι το δικαίωμα αγοράς είναι ευρωπαϊκού τύπου, οπότε ο επενδυτής X μπορεί να ασκήσει το δικαίωμά του, δηλαδή να αγοράσει τις 100 μετοχές A μόνο στην ημερομηνία λήξης στις 02/03/2009. Αν στις 02/03/2009 η τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από 200 € ο επενδυτής δεν θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα χάσει το ασφάλιστρο $100 \times 25 = 2.500$ € που έδωσε αρχικά. Αν όμως η τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη από 200€ έστω 300 € θα ασκήσει το δικαίωμά του και θα αγοράσει 100 μετοχές προς 200 €. Αν τις πουλήσει αμέσως θα έχει κερδίσει 100 € για κάθε μετοχή και $(100 \times 100) 10.000$ € συνολικά. Αν αφαιρέσουμε το αρχικό ασφάλιστρο των 2500 € θα κερδίσει τελικά 7.500 € (χωρίς να υπολογίσουμε τα έξοδα της συναλλαγής).

Το τελικό κέρδος ή ζημία διαμορφώνεται και με τη μορφή εξίσωσης που ακολουθεί:
Αποτέλεσμα = (τιμή μετοχής στη λήξη – τιμή άσκησης του δικαιώματος – τιμή αγοράς του δικαιώματος) X αριθμός μετοχών του δικαιώματος

Πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι σε μερικές περιπτώσεις ο επενδυτής ασκεί το δικαίωμά του από ένα δικαίωμα αγοράς, ενώ έχει συνολικά ζημιά.

Έστω ότι στην προηγούμενη περίπτωση η τιμή της μετοχής στη λήξη είναι 215€. Τότε σύμφωνα με την παραπάνω σχέση:

$$\text{Ζημιά} (215 - 200 - 25) \times 100 = (-10) \times 100 = -1.000 \text{ €}$$

που είναι προτιμότερο από το να χάσει 2500 € αν δεν έχει ασκήσει το δικαίωμά του.

Σε κάθε συμβόλαιο δικαιώματος προαίρεσης υπάρχουν δύο πλευρές. Αυτή του αγοραστή και αυτή του πωλητή, ο οποίος λέγεται και **writer**. Ο πωλητής ενός συμβολαίου προαίρεσης στην αρχή του συμβολαίου εισπράττει σε μετρητά το ασφάλιστρο, αλλά αργότερα έχει και δυνατότητες κερδών. Τα κέρδη του είναι αντίστροφα από αυτά του αγοραστή του ίδιου συμβολαίου δικαιώματος.

Ενώ ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς ελπίζει ότι η τιμή της μετοχής θα ανεβεί, αντίθετα ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης ελπίζει ότι θα μειωθεί η τιμή της μετοχής.

Άρα για κάθε δικαίωμα προαίρεσης είναι δυνατές 4 θέσεις :

1. Θέση αγοραστή σε ένα δικαίωμα αγοράς.
2. Θέση αγοραστή σε ένα δικαίωμα πώλησης.
3. Θέση πωλητή σε ένα δικαίωμα αγοράς.
4. Θέση πωλητή σε ένα δικαίωμα πώλησης.

4.3.1. Χαρακτηριστικά των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών

Ο τύπος των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών είναι Αμερικάνικος. Ο αγοραστής του δικαιώματος δηλαδή, μπορεί να το εξασκήσει οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημερομηνία λήξης του από την στιγμή που θα αποκτήσει εσωτερική αξία. Η επιλογή του αντισυμβαλλόμενου (πωλητή του Δικαιώματος Προαίρεσης) που δέχεται την εξάσκηση καθορίζεται από το σύστημα με τυχαίο τρόπο.

Οι μετοχές που θα επιλεγούν για να εισαχθούν στο Χ.Π.Α. θα πρέπει να έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα, επαρκή διασπορά και μέση μηνιαία διακύμανση 25% από τον προηγούμενο χρόνο. Μετοχές που πληρούν αυτές τις προϋποθέσεις είναι οι μετοχές των ΕΤΕ, ΟΤΕ, Alpha Bank, και Intracom. Η εκκαθάριση θα γίνεται με παράδοση των υποκείμενων μετοχών. Θα υπάρχουν τουλάχιστον τρεις ειδικοί διαπραγματευτές, οι οποίοι ανά πάσα στιγμή θα μπορούν να δώσουν τιμές. Το Χρηματιστήριο των Δικαιωμάτων Προαίρεσης είναι υποχρεωμένο να καθορίσει όχι μόνο τον μήνα λήξης, αλλά και τη συγκεκριμένη ημέρα και ώρα. Αν δεν ασκηθεί το δικαίωμα στην λήξη του συγκεκριμένου μήνα, τότε συνεχίζει να διαπραγματεύεται στους επόμενους μήνες του κύκλου του. Υπάρχουν οι κύκλοι Ιανουαρίου, Φεβρουαρίου και Μαρτίου. Ο κύκλος Ιανουαρίου αποτελείται από τους μήνες Ιανουάριο, Απρίλιο Ιούλιο και Οκτώβριο. Ο κύκλος του Φεβρουαρίου από τους μήνες Φεβρουάριο, Μάιο, Αύγουστο και Νοέμβριο. Τέλος ο κύκλος Μαρτίου αποτελείται από τους μήνες Μάρτιο, Ιούνιο, Σεπτέμβριο και Δεκέμβριο. Υπάρχουν και Δικαιώματα Προαίρεσης μακρύτερης διάρκειας γνωστά ως **long-term equity anticipation securities** ή **LEAPS** που λήγουν μέχρι και δύο έτη μετά.

Η ημερήσια τιμή εκκαθάρισης υπολογίζεται καθημερινά από το ΧΠΑ. Για όσα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης έχουν κάνει πράξεις την εξεταζόμενη ημέρα, η τιμή εκκαθάρισης είναι η σταθμισμένη μέση τιμή των πράξεων που πραγματοποιήθηκαν το χρονικό διάστημα μεταξύ 15:50 και 16:00. Αν δεν έχουν πραγματοποιηθεί πράξεις κατά το συγκεκριμένο διάστημα, η τιμή προκύπτει βάση αλγορίθμου. Την ημέρα λήξης των συμβολαίων, η τιμή εξάσκησης, δηλαδή η τιμή στην οποία ο αγοραστής έχει το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει την υποκείμενη αξία (ανά 0,10 €), είναι πλέον η τιμή κλεισίματος του υποκείμενου δείκτη την συγκεκριμένη ημέρα. Η εκκαθάριση γίνεται με την φυσική παράδοση των τίτλων έναντι καταβολής του ποσού που αναλογεί, σύμφωνα με την τιμή εξάσκησης. Η τιμή εκκαθάρισης συνήθως αυξάνεται με κλίμακα σταθερών ποσών, η οποία εξαρτάται από την τιμή της μετοχής.

Πάνω στην ίδια μετοχή κάθε στιγμή υπάρχουν διαφορετικά συμβόλαια Δικαιωμάτων Προαίρεσης που διαπραγματεύονται. Έστω για μια μετοχή υπάρχουν συμβόλαια με τέσσερις ημερομηνίες λήξης και πέντε τιμές εξάσκησης. Αν υπάρχουν συμβόλαια αγοράς και πώλησης για κάθε ημερομηνία λήξης και κάθε τιμή εξάσκησης, σημαίνει ότι διαπραγματεύονται συνολικά 40 διαφορετικά συμβόλαια επί της ίδιας μετοχής. Έτσι για να τα ξεχωρίσουν μεταξύ τους, τα κατατάσσουν σε **κατηγορίες** (classes) και **σειρές** (series). Σειρά είναι όλα τα συμβόλαια μιας τάξης με την ίδια ημερομηνία λήξης και τιμή εξάσκησης. Δηλαδή στην προκειμένη περίπτωση όλα τα συμβόλαια αγοράς πάνω στην μετοχή είναι μία τάξη, ενώ όλα τα συμβόλαια πώλησης πάνω στην ίδια μετοχή αποτελούν άλλη τάξη. Επίσης όλα τα συμβόλαια αγοράς επί της μετοχής που λήγουν τον Ιανουάριο και έχουν τιμή εξάσκησης 100€ αποτελούν μία σειρά.

Η ημέρα λήξης των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι η τρίτη Παρασκευή του εκάστοτε μήνα λήξης. Ενώ οι τρεις πιο κοντινοί μήνες από τον τριμηνιαίο κύκλο Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου είναι οι μήνες λήξης τους.

Το Χρηματιστήριο επίσης εκτός από την τιμή εκκαθάρισης, καθορίζει και τα **όρια θέσης** (position limits) για κάθε μετοχή πάνω στην οποία διαπραγματεύονται Δικαιώματα Προαίρεσης. Αυτό σημαίνει ότι ορίζει τον αριθμό των συμβολαίων που μπορεί να αποκτήσει ένας επενδυτής στην κάθε πλευρά αγοράς. Παρόμοιος περιορισμός είναι το **όριο εξάσκησης** (exercise limit). Ορίζει τον ανώτατο αριθμό συμβολαίων που μπορούν να ασκηθούν από ένα πρόσωπο (ή μια ομάδα προσώπων που δρουν μαζί) σε κάθε περίοδο πέντε συνεχών εργάσιμων ημερών.

Ο σκοπός των παραπάνω ορίων είναι να εμποδίσει έναν επενδυτή ή μια ομάδα επενδυτών να επηρεάζει υπερβολικά την αγορά.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών διακρίνονται σε:

«Μέσα στο χρήμα» (in the money).

«Στο χρήμα» (at the money).

«Εκτός χρήματος» (out of the money).

Σημειώστε, ότι ο τρόπος εξάσκησης (Αμερικάνικος) και εκκαθάρισης (με φυσική παράδοση τίτλων) των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί μετοχών, δημιουργεί επιπρόσθετους "κινδύνους" στους πωλητές τους. Αναφορικά, οι πωλητές θα πρέπει να γνωρίζουν ότι ενδέχεται να τους ανατεθεί (δηλαδή να υποστούν την εξάσκηση) των Δικαιωμάτων Προαίρεσης που πούλησαν οποιαδήποτε (βάσει τυχαίου αλγόριθμου που χρησιμοποιεί η ΕΤΕΣΕΠ) στιγμή αφότου τα Δικαιώματα Προαίρεσης τους βρεθούν εντός της ισοδύναμης αξίας τους, άρα θα πρέπει είτε να έχουν στην κατοχή τους τον συμφωνημένο αριθμό μετοχών προκειμένου να τον παραδώσουν στον αγοραστή (για τα Δικαιώματα Αγοράς) ή το απαιτούμενο χρηματικό ποσό ώστε να αγοράσουν τον συμφωνημένο αριθμό μετοχών από τον αγοραστή του δικαιώματος (για τα Δικαιώματα Πώλησης).

4.3.2. Προσαρμογή Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί Μετοχών

Τα χρηματιστηριακά Δικαιώματα Προαίρεσης προσαρμόζονται για «σπάσιμο μετοχών» (stock split). Αν για παράδειγμα μία εταιρεία κάνει σπάσιμο μετοχών δίνοντας 3 καινούριες μετοχές έναντι μιας παλαιάς, τότε η τιμή της μετοχής θα μειωθεί στο 1/3 της προηγούμενης τιμής. Γενικά ένα σπάσιμο μετοχών χ -προς- ψ προκαλεί μία πτώση στην τιμή της προηγούμενης αξίας της μετοχής κατά ψ/χ . Τότε και η τιμή άσκησης του Δικαιώματος Προαίρεσης μειώνεται κατά ψ/χ από την προηγούμενη και ο αριθμός των μετοχών που καλύπτονται από ένα συμβόλαιο αυξάνεται κατά χ/ψ από τον προηγούμενο. Έτσι η θέση του πωλητή και του αγοραστή του συμβολαίου δεν μεταβάλλονται. Για να κατανοήσουμε καλύτερα το «σπάσιμο μετοχών» ας δούμε το πιο κάτω παράδειγμα.

Παράδειγμα

Έστω ένα Δικαίωμα Αγοράς για αγορά 100 μετοχών της εταιρείας X προς 150 € Ας υποθέσουμε ότι η εταιρεία κάνει σπάσιμο των μετοχών της 2(χ) προς 1(ψ). Δηλαδή δίνει 2 νέες μετοχές έναντι μιας παλαιάς. Τότε οι όροι του συμβολαίου αλλάζουν και ο κάτοχος του δικαιώματος μπορεί να αγοράσει $(100 \cdot 2/1) = 200$ μετοχές προς $(150 \cdot 1/2) = 75$ € τη μία.

4.3.3. Πώληση «Γυμνού» Δικαιώματος Προαίρεσης

Ένα Δικαίωμα Προαίρεσης επί μετοχής λέγεται «γυμνό» (naked) όταν δεν συνοδεύεται με αντίθετη θέση στην υποκείμενη μετοχή. Το αρχικό περιθώριο που ζητείται από τον επενδυτή είναι μεγαλύτερο από τα δύο παρακάτω ποσά:

1. Το σύνολό του (100% εισπράξεων της πώλησης + 20% της τιμής της υποκείμενης μετοχής – το τυχόν ποσό ζημιάς όταν το Δικαίωμα Προαίρεσης είναι εκτός χρήματος).
2. Το σύνολό του (100% εισπράξεων της πώλησης + 10% της αξίας της υποκείμενης μετοχής).

Καθημερινά για να βρίσκεται το περιθώριο συντήρησης γίνεται ένας παρόμοιος υπολογισμός, όπου οι εισπράξεις των πωλήσεων αντικαθίστανται από την τρέχουσα τιμή της αγοράς. Όταν ο υπολογισμός δείχνει ότι το τρέχον ποσό είναι μεγαλύτερο από το περιθώριο που χρειάζεται, τότε μπορεί να γίνει ανάληψη μετρητών από τον επενδυτή. Αν πάλι το περιθώριο που απαιτείται είναι υψηλότερο από το τρέχον ποσό, τότε καλείται ο επενδυτής να το συμπληρώσει.

4.3.4. Πώληση Καλυμμένου Δικαιώματος Αγοράς

Αφορά την πώληση Δικαιώματος αγοράς όπου ο πωλητής έχει ήδη στην κατοχή του τις μετοχές τις οποίες τυχόν θα χρειαστεί να παραδώσει. Τα καλυμμένα Δικαιώματα αγοράς είναι σαφώς λιγότερο επικίνδυνα από τα γυμνά Δικαιώματα αγοράς, γιατί το χειρότερο που μπορεί να συμβεί είναι ο επενδυτής να χρειαστεί να πουλήσει τις μετοχές που ήδη έχει, σε τιμή μικρότερη της τιμής που έχουν στην αγορά. Αν τα καλυμμένα Δικαιώματα αγοράς είναι «εκτός χρήματος» δεν χρειάζονται περιθώρια ασφαλείας. Οι μετοχές που οφείλονται μπορούν να αγοραστούν χρησιμοποιώντας ένα ποσό από λογαριασμό περιθωρίων και πληρώνοντας το 50% της αξίας τους και το ποσό που θα εισπράξει από το Δικαίωμα μπορεί εν μέρει να χρησιμοποιηθεί για να καλύψει τις ανάγκες αυτής της αγοράς. Αν τα Δικαιώματα αγοράς είναι «μέσα στο χρήμα» δεν χρειάζονται περιθώρια για τα Δικαιώματα. Για να υπολογιστεί η θέση ισορροπίας του επενδυτή, η τιμή της μετοχής μειώνεται κατά το ποσό (αν υπάρχει) κέρδους του Δικαιώματος που είναι «μέσα στο χρήμα». Αυτό σημαίνει ότι αν η τιμή της μετοχής αυξηθεί, μειώνεται το ποσό που μπορεί να σηκώσει από το λογαριασμό περιθωρίων ο επενδυτής.

Στην επόμενη υπό ενότητα θα περιγράψουμε συνοπτικά τι είναι και πως λειτουργεί ο λογαριασμός περιθωρίου.

4.3.5. Λογαριασμός Περιθωρίου

Ο Λογαριασμός Περιθωρίου (Margin Account) παρέχει στους πελάτες την δυνατότητα να προβούν σε αγορές μετοχών μεγαλύτερες σε αξία από το διαθέσιμο χρηματικό τους υπόλοιπο δεσμεύοντας ως ασφάλεια στην χρηματιστηριακή εταιρεία μετοχές ή μετρητά που αποτελούν το Χαρτοφυλάκιο Ασφαλείας.

Προϋπόθεση για να ανοίξει ένας πελάτης Λογαριασμό Περιθωρίου είναι να υπογράψει τη σχετική σύμβαση με την εταιρεία.

4.4. Δικαιώματα Προαίρεσης επί Δεικτών

4.4.1. Δικαιώματα Προαίρεσης στο Δείκτη FTSE/ASE 20

Σε αντίθεση με τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, που είναι δεσμευτικά τόσο για τον αγοραστή όσο και για τον πωλητή, ένα Συμβόλαιο Δικαιώματος δίνει στον αγοραστή του το δικαίωμα (αλλά όχι την υποχρέωση) να επιλέξει αν τελικά θα το εξασκήσει. Έτσι ο αγοραστής ανάλογα με τις συνθήκες που διαμορφώνονται στην αγορά αποφασίζει αν τελικά τον συμφέρει να προβεί σε χρήση αυτού του δικαιώματος ή όχι. Η υποκείμενη αξία των Δικαιωμάτων Προαίρεσης, όπως για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, μπορεί να είναι μία ποικιλία προϊόντων ή αγαθών. Οι συναλλασσόμενοι χρησιμοποιούν τα Δικαιώματα Προαίρεσης για να αγοράσουν ή να πουλήσουν σιτάρι, πολύτιμα μέταλλα, συνάλλαγμα, μετοχές, δείκτες και άλλα αξιόγραφα, τα οποία αποτελούν ένα μικρό μέρος από το σύνολο των προϊόντων που σήμερα συναλλάσσονται. Η υποκείμενη αξία για τα Δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE-20 που διαπραγματεύεται στην αγορά παραγώγων είναι ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE/ASE-20.

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 όπως και τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα συμβόλαια. Στα Δικαιώματα Προαίρεσης σε δείκτες, 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 καταβάλει 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 που υπάρχει στα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης. 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. Όπως και για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης έτσι και για τα Δικαιώματα στο δείκτη FTSE/ASE-20 ο πολλαπλασιαστής είναι 5 €ανά μονάδα. Για παράδειγμα, ένα συμβόλαιο που διαπραγματεύτηκε στις 1.400 μονάδες, έχει χρηματική αξία (1.400 μον. x 5 €=) 7.000 € 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.

4.4.2. Δικαιώματα Προαίρεσης στο Δείκτη FTSE/ASE Mid 40

Για τα Δικαιώματα Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 που διαπραγματεύονται στην Αγορά Παραγώγων του Χ.Α.Α.Ε., η υποκείμενη αξία είναι ο δείκτης μετοχών FTSE/ASE Mid 40. Η κεφαλαιοποίηση των 40 εταιρειών 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.

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης είναι συμφωνίες με τις οποίες η αγορά ή πώληση ενός αγαθού είναι καθορισμένη τη στιγμή που συμφωνείται το συμβόλαιο, ενώ η παράδοση και η πληρωμή του προγραμματίζονται για μία καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία. Ο διακανονισμός στα Δικαιώματα Προαίρεσης 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 και συνεπώς και η τιμή διαπραγμάτευσης των δικαιωμάτων μεταβάλλεται και αυτή σε συνεχή βάση. Η τιμή των Δικαιωμάτων Προαίρεσης εκφράζεται πάντα σε μονάδες του δείκτη, ενώ η χρηματική αξία του συμβολαίου υπολογίζεται με τον πολλαπλασιασμό της τιμής του Δικαιώματος επί τον πολλαπλασιαστή του δείκτη. Για τα Δικαιώματα Προαίρεσης στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 ο πολλαπλασιαστής είναι 5 €για όλες τις σειρές λήξης.

4.5. Διαπραγμάτευση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης

Η διαπραγμάτευση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης μοιάζει σε πολλά σημεία με τη διαπραγμάτευση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης. Γίνεται μέσω των μελών του Χρηματιστηρίου Παραγώγων που, όπως λέγεται, έχουν θέσεις (seats) σε αυτό. Αυτό σημαίνει ότι δίνει το δικαίωμα στο μέλος να κάνει συναλλαγές «εντός κύκλου» στην αίθουσα μαζί με άλλα μέλη.

Πολλά όμως Χρηματιστήρια Παραγώγων χρησιμοποιούν τους **Ειδικούς Διαπραγματευτές (Market Makers)** για διευκόλυνση των συναλλαγών. Ο ειδικός διαπραγματευτής για κάθε Δικαίωμα Προαίρεσης όπου δραστηριοποιείται παραθέτει δύο τιμές, μία **τιμή αγοράς** (bid price) και μία **τιμή πώλησης** (ask price), όταν του ζητηθεί. Αυτό λέγεται **Δυναδικό Σύστημα Τιμών**. Όταν καθορίζει την τιμή αγοράς και την τιμή πώλησης, δεν γνωρίζει αν αυτός που ενδιαφέρεται για τα Δικαιώματα Προαίρεσης θέλει να πουλήσει ή να αγοράσει.

Η τιμή πώλησης είναι υψηλότερη από την τιμή αγοράς, ώστε η διαφορά τους να αποτελεί κέρδος γι' αυτόν και ονομάζεται **εύρος των τιμών αγοράς-πώλησης** (bid-ask spread). Το Χρηματιστήριο καθορίζει συνήθως ανώτατα όρια για το εύρος τιμών αγοράς-πώλησης. Δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερο από 0,25 \$ για Δικαιώματα Προαίρεσης αξίας 10 \$, 0,75 \$ για Δικαιώματα αξίας μεταξύ 10 \$ και 20 \$ και 1 \$ για Δικαιώματα αξίας πάνω από 20 \$.

Η ύπαρξη του ανεξάρτητου διαπραγματευτή εξασφαλίζει ότι οι εντολές αγοράς και πώλησης μπορούν οπωσδήποτε να εκτελεστούν σε μία τιμή χωρίς

καθυστερήσεις. Προσθέτει ρευστότητα στην αγορά και οι ίδιοι οι ανεξάρτητοι διαπραγματευτές επιτυγχάνουν κέρδη από το εύρος τιμών αγοράς-πώλησης.

Οι χρηματιστηριακοί εκπρόσωποι (floor brokers) συναλλάσσονται για λογαριασμό πελατών «εντός κύκλου». Όταν ένας επενδυτής δίνει εντολή στο χρηματιστή του να αγοράσει ή να πουλήσει ένα Δικαίωμα Προαίρεσης, ο χρηματιστής μεταβιβάζει την εντολή στο χρηματιστηριακό εκπρόσωπο της εταιρείας στο Χρηματιστήριο Παραγώγων όπου διαπραγματεύεται το Δικαίωμα Προαίρεσης. Αν το χρηματιστηριακό γραφείο δεν έχει δικούς του χρηματιστηριακούς εκπρόσωπους, κάνει συμφωνία για να χρησιμοποιεί ανεξάρτητους χρηματιστηριακούς εκπρόσωπους ή το χρηματιστηριακό εκπρόσωπο άλλης εταιρείας.

Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος συναλλάσσεται με άλλο χρηματιστηριακό εκπρόσωπο ή με ανεξάρτητο διαπραγματευτή (market maker). Ο χρηματιστηριακός εκπρόσωπος μπορεί να είναι υπάλληλος χρηματιστηριακού γραφείου με μισθό, ή να πληρώνεται με ποσοστά από αυτό.

Οι περισσότερες εντολές που μεταβιβάζονται στο χρηματιστηριακό εκπρόσωπο είναι **εντολές στο όριο** (limit orders). Αυτό σημαίνει ότι μπορούν να εκτελεστούν σε ορισμένη τιμή ή προς το καλύτερο. Πολλές φορές αυτές δεν μπορούν να εκτελεστούν αμέσως π.χ. εντολή αγοράς ενός Δικαιώματος Προαίρεσης στα 10 € δεν μπορεί να εκτελεστεί γιατί ο ανεξάρτητος διαπραγματευτής προσφέρει τιμή αγοράς (bid) 6 € και τιμή πώλησης (ask) 16 €. Τότε η εντολή αυτή περνά σε κάποιο άλλο χρηματιστή ονομαζόμενο **order book official** ή **board broker**, σε ελεύθερη μετάφραση χρηματιστή του πίνακα. Αυτός περνά την εντολή στον υπολογιστή μαζί με άλλες παρόμοιες εντολές επενδυτών. Μόλις η τιμή φτάσει το όριο που δίνει ο επενδυτής, εκτελείται η εντολή. Όσες εντολές δεν εκτελεστούν, είναι διαθέσιμες για όλους τους συναλλασσόμενους.

Ένας επενδυτής που αγόρασε ένα Δικαίωμα Προαίρεσης μπορεί να κλείσει τη θέση του, δίνοντας μία **συμψηφιστική εντολή** (offsetting order) για να πουλήσει το ίδιο Δικαίωμα Προαίρεσης. Όμοια όποιος πούλησε ένα Δικαίωμα Προαίρεσης μπορεί να κλείσει τη θέση του δίνοντας συμψηφιστική εντολή για να αγοράσει το ίδιο Δικαίωμα Προαίρεσης.

Όταν διαπραγματεύεται ένα Δικαίωμα Προαίρεσης και καθένας από τους δύο επενδυτές δίνει συμψηφιστική εντολή ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων αυξάνεται κατά ένα συμβόλαιο. Αν ο ένας κλείσει την ανοικτή θέση του και ο άλλος όχι, τότε ο αριθμός των συμβολαίων παραμένει ο ίδιος. Αν και οι δύο επενδυτές κλείσουν τις ανοικτές θέσεις τους, ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων μειώνεται κατά ένα.

4.6. Περιθώρια Ασφαλείας Δικαιωμάτων Προαίρεσης

Τα περιθώρια ασφαλείας είναι χρηματικά ποσά ή αξίες δεσμευμένες υπέρ της εταιρείας εκκαθάρισης σαν ενέχυρο για την κάλυψη ζημιών από θέσεις σε παράγωγα προϊόντα.

Όταν κάποιος αγοράζει Δικαιώματα αγοράς και πώλησης, η τιμή του Δικαιώματος πρέπει να πληρώνεται ολόκληρη σε μετρητά. Ο αγοραστής του Δικαιώματος έχει ήδη το πλεονέκτημα να κάνει την πώληση ή την αγορά αν το θελήσει. Έτσι δεν του επιτρέπεται να αγοράσει τα Δικαιώματα Προαίρεσης μέσω λογαριασμού περιθωρίων (margin account). Η αγορά με αγορά περιθωρίων ενός Δικαιώματος θα έδινε στον αγοραστή απαράδεκτο βαθμό πλεονεκτημάτων. Έτσι βάση του μοντέλου R.I.V.A. (Risk Valuation) που χρησιμοποιεί το Χρηματιστήριο

Παραγώγων Αθηνών για τους πωλητές, το περιθώριο ασφάλισης για τους αγοραστές είναι μηδενικό.

Όταν ένας επενδυτής πουλά Δικαιώματα, του ζητείται να διατηρεί κεφάλαια σε λογαριασμό περιθωρίων. Αυτό γίνεται για να μπορεί να αποφύγει ο χρηματιστής και το Χρηματιστήριο τους κινδύνους αθέτησης, αν το Δικαίωμα ασκηθεί. Το ύψος του περιθωρίου κυμαίνεται ανάλογα με τις περιστάσεις.

4.7. Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών για Δικαιώματα Προαίρεσης

Οι υπηρεσίες που προσφέρει είναι οι ίδιες περίπου με αυτές της Εταιρείας Εκκαθάρισης για τα Μελλοντικά Συμβόλαια Εκπλήρωσης.

Εξασφαλίζει ότι ο πωλητής του Δικαιώματος θα εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του και καταγράφει τις θέσεις του αγοραστή και του πωλητή. Έχει έναν αριθμό μελών και οι συναλλαγές μπορούν να εκκαθαριστούν μόνο μέσω των μελών της. Αν το χρηματιστηριακό γραφείο δεν είναι το ίδιο μέλος της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών (ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ.) κανονίζει να γίνει η εκκαθάριση με κάποιο μέλος της. Τα μέλη είναι υποχρεωμένα να καταθέτουν ένα κατώτερο ποσό σαν ασφάλεια στην ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ., για τυχόν αθέτηση των υποχρεώσεών τους από την εκκαθάριση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης.

Ο αγοραστής του Δικαιώματος πρέπει να πληρώσει όλο το ποσό το πρωί της επόμενης εργάσιμης ημέρας. Αυτά τα ποσά κατατίθενται από την ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. σε τραπεζικούς λογαριασμούς.

4.8. Άσκηση Δικαιωμάτων Προαίρεσης

Όταν ο επενδυτής θέλει να ασκήσει το Δικαίωμα αγοράς ή πώλησης πρέπει να το δηλώσει στο χρηματιστή του. Ο χρηματιστής με τη σειρά του το δηλώνει στο μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. στο οποίο κάνει τις εκκαθαρίσεις των συναλλαγών. Το μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. καταθέτει μια εντολή άσκησης στην ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. Η ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. διαλέγει τυχαία ένα άλλο μέλος της με σημαντικό αριθμό πωλήσεων στο ίδιο Δικαίωμα Προαίρεσης. Το μέλος με τη σειρά του χρησιμοποιεί μία διαδικασία που έχει καθοριστεί εκ των προτέρων, για να επιλέξει ένα επενδυτή που έχει πουλήσει το ίδιο Δικαίωμα. Αν το Δικαίωμα είναι αγοράς, τότε ζητά από τον επενδυτή να πουλήσει τη μετοχή στην τιμή άσκησης. Αν είναι όμως Δικαίωμα πώλησης, τότε ο επενδυτής πρέπει να αγοράσει τη μετοχή στην τιμή άσκησης. Όταν ασκείται το Δικαίωμα αγοράς ή πώλησης, ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων μειώνεται κατά ένα.

Στη λήξη του Δικαιώματος, όλα τα Δικαιώματα «μέσα στο χρήμα» θα πρέπει να ασκούνται, εκτός και αν το κόστος των συναλλαγών είναι τόσο υψηλό ώστε να αναιρεί τα κέρδη από τις εισπράξεις. Μερικά χρηματιστηριακά γραφεία ασκούν αυτόματα τα Δικαιώματα στη λήξη τους, όταν συμφέρει τους πελάτες τους. Επίσης μερικά Χρηματιστήρια έχουν κανόνες για την άσκηση στη λήξη Δικαιωμάτων «μέσα στο χρήμα».

5. Συμβόλαια Δανεισμού Τίτλων (Security Lending)

Η Αγορά Παραγώγων δίνει στους επενδυτές τη δυνατότητα να δανείσουν ή να δανειστούν τίτλους.

Τα συμβόλαια δανεισμού τίτλων είναι συμφωνίες μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων (του δανειζόμενου και του δανειστή), με τις οποίες η κυριότητα μετοχών που βρίσκονται στην κατοχή του δανειστή, μεταβιβάζεται στο δανειζόμενο έναντι ποσού που εξαρτάται από το χρόνο που μεσολαβεί μέχρι την επιστροφή της κυριότητας των μετοχών στο δανειστή και προσδιορίζεται από την τιμή δανεισμού, η οποία δίνεται σε μορφή ετήσιου επιτοκίου. Ο δανειζόμενος, έχοντας την κυριότητα των μετοχών μπορεί να τις πουλήσει σε τρίτο αναλαμβάνοντας με τον τρόπο αυτό την υποχρέωση να τις αγοράσει στο μέλλον για να τις επιστρέψει στο δανειστή. Με τον τρόπο αυτό, ο δανειζόμενος παίρνει θέση ανοικτής πώλησης, πραγματοποιώντας κέρδος ή ζημιά, ανάλογα με τις τιμές που πούλησε και κατόπιν αγόρασε τις μετοχές.

Τα συμβόλαια δανεισμού τίτλων είναι ειδικά προσαρμοσμένα συμβόλαια και όχι εντελώς τυποποιημένα όπως είναι τα υπόλοιπα χρηματιστηριακά. Διαπραγματεύονται πρώτα στο Χ.Π.Α. μαζί με τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης επί του δείκτη FTSE/ASE 20. Οι συμβαλλόμενοι δανειστές και δανειζόμενοι οι οποίοι εγγράφονται στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι μόνο χρηματιστηριακές εταιρείες, Τράπεζες, θεματοφύλακες και θεσμικοί επενδυτές. Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με τη σειρά της θα κάνει την εκκαθάριση.

Η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. λειτουργεί ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος και συγκεντρώνει τις συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης των επενδυτών που θέλουν να δανειστούν τίτλους προκειμένου να καλύψουν ατελείς συναλλαγές διαμορφώνει βάσει ενός αλγόριθμου ποσοστών διάθεσης και επιτοκίων το κόστος που υποχρεούται να καταβάλει ο δανειζόμενος τους τίτλους μέσω του ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού και στη συνέχεια παρέχει στην Αγορά Παραγώγων τις τιμές συναλλαγής, όπως διαμορφώνονται από την ίδια για τη σύμβαση πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς, μέσω της οποίας ένας επενδυτής μπορεί να δανείσει τους τίτλους του. Οι μετοχές στις οποίες διαπραγματεύονται συμβάσεις δανεισμού τίτλων, είναι αυτές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης, οι οποίες έχουν ικανοποιητική ρευστότητα και διασπορά, και όσες αποτελούν υποκείμενη αξία ή συμμετέχουν σε δείκτη που αποτελεί υποκείμενη αξία εισηγμένων στο Χ.Π.Α. Το επιτόκιο δανεισμού είναι το ATHIBOR (Athens Interbank Borrowing Rate).

Ο δανεισμός τίτλων αποτελεί απαραίτητο συμπλήρωμα κάθε οργανωμένης κεφαλαιαγοράς, καθώς προσφέρει είτε μεμονωμένα είτε σε συνδυασμό με άλλα επενδυτικά προϊόντα σημαντικές δυνατότητες ανάπτυξης σύνθετων επενδυτικών στρατηγικών. Μεγαλύτερη ακόμη είναι η σημασία του για την εύρυθμη λειτουργία της ίδιας της αγοράς, συμβάλλοντας στην ενίσχυση της ρευστότητάς της.

5.1. Δανεισμός Τίτλων σε Μορφή Repos

Τα προϊόντα Δανεισμού Τίτλων σε μορφή Repos επί μετοχών είναι προϊόντα μέσω των οποίων οι επενδυτές μπορούν να δανείσουν στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μετοχές αλλά και να δανειστούν από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μετοχές. Είναι μία βραχυχρόνια επένδυση σε χρεόγραφα κυρίως του Ελληνικού Δημοσίου, τα οποία η ΑΤΕbank επαναγοράζει στη λήξη τους, στην τιμή που έχει προσυμφωνηθεί. Το ελάχιστο όριο κατάθεσης είναι 50.000 € ενώ το μόνο που απαιτείται είναι η ύπαρξη και μεσολάβηση ενός καταθετικού λογαριασμού. Κατά τη λήξη της επένδυσης, κεφάλαιο

και τόκοι πιστώνονται στον λογαριασμό αυτό, χωρίς να χρειάζεται η φυσική σας παρουσία στο κατάστημα

Στην Αγορά Παραγώγων διαπραγματεύονται σήμερα δύο προϊόντα Δανεισμού Τίτλων Repos επί μετοχών. Πρόκειται για τις Συμβάσεις πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς (Stock Repo) και τις Συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (Reverse Stock Repo). Αν και για λόγους ευκολίας αποκαλούνται προϊόντα δανεισμού τίτλων, στην πραγματικότητα πρόκειται για συμβάσεις Repos επί μετοχών.

Οι Δανεισμοί Τίτλων σε μορφή Repos συμφέρουν όσους αναζητούν μία βραχυχρόνια επένδυση ώστε τα κεφάλαια της επιχείρησής τους να μην παραμένουν αδρανή στο λογαριασμό τους αλλά ούτε και δεσμευμένα για μεγάλα χρονικά διαστήματα.

5.1.1. Ιστορική Αναδρομή

Τα προϊόντα δανεισμού τίτλων Stock Repos και Stock Reverse Repos ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται στην αγορά του Χ.Π.Α., αρχικά μόνο για τις μετοχές του FTSE ASE-20, μέσα στο 2000 με σκοπό να επιτρέψουν την αντιστάθμιση κινδύνου αλλά και το arbitrage στους Ειδικούς Διαπραγματευτές Τύπου Β. Έτσι, αρχικά, μόνον οι Ειδικοί Διαπραγματευτές Τύπου Β της αγοράς παραγώγων είχαν τη δυνατότητα να δανείζονται μετοχές μέσω του Stock Reverse Repos και να προχωρούν σε ανοικτές πωλήσεις υπό προϋποθέσεις.

Έπειτα από περίπου ένα χρόνο λειτουργίας στην αγορά, υπήρξε πλήρης αναπροσαρμογή των χαρακτηριστικών των προϊόντων αυτών για την επέκταση σε 75 μετοχές της κύριας αγοράς του Χ.Α.Α., αλλά και για να δίνεται πλέον η δυνατότητα δανεισμού και ανοικτών πωλήσεων στο σύνολο των επενδυτών και όχι μόνο στους Ειδικούς Διαπραγματευτές. Τα προϊόντα ξεκίνησαν να διαπραγματεύονται με τα νέα τους χαρακτηριστικά τον Ιούνιο του 2001 με σκοπό την κάλυψη των ανοικτών πωλήσεων στο Χ.Α.Α., αλλά και των υποχρεώσεων φυσικής παράδοσης τίτλων που θα προκύπτουν από θέσεις και πράξεις σε παράγωγα προϊόντα επί μετοχών.

Έπειτα από 5 μήνες λειτουργίας και εν όψει της εισαγωγής προς διαπραγμάτευση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) σε μετοχές στο Χ.Π.Α. (που θα διακανονίζονται με φυσική παράδοση μετοχών στη λήξη τους), είναι χρήσιμο να δούμε την μέχρι τώρα απόδοση για τους δανειστές μετοχών, τις προοπτικές του προϊόντος και τους τίτλους που παρουσιάζουν μέχρι τώρα τη μεγαλύτερη ζήτηση.

Αρχικά εξετάστηκαν οι μετοχές με τη μέχρι τώρα μεγαλύτερη απόδοση για τους δανειστές. Η απόδοση υπολογίστηκε για κάθε μήνα ως ετησιοποιημένο ποσοστό επί της αντίστοιχης μέσης μηνιαίας τιμής της μετοχής στην αγορά του Χ.Α.Α.

Το προϊόν δανεισμού τίτλων από τους επενδυτές προς την ΕΤΕΣΕΠ αποτελεί μια ελκυστική επένδυση για το μακροπρόθεσμο επενδυτή (θεσμικό ή ιδιώτη) διότι προσφέρει ένα επιπλέον σημαντικό έσοδο πέραν του μερίσματος, χωρίς κανένα ρίσκο.

5.1.2. Δανεισμός Τίτλων σε Μορφή Repos επί Μετοχών

Ο Δανεισμός Τίτλων σε μορφή Repos επί Μετοχών (Stock Repos) είναι μια σύμβαση πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς πάνω σε μια μετοχή που διαπραγματεύεται στο Χ.Α.Α.Ε. Ένας επενδυτής με μεσοπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα που δε σκοπεύει να προβεί σε πώληση των μετοχών του άμεσα, μπορεί να τις παραχωρήσει προσωρινά στο θεσμοθετημένο κεντρικό αντισυμβαλλόμενο της αγοράς, την Εταιρία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.), με αντάλλαγμα να συμμετέχει στα κέρδη από τους τόκους που συσσωρεύονται από τον περαιτέρω δανεισμό των μετοχών, ανάλογα με τη ζήτηση των μετοχών του. Ένα συμβόλαιο Stock Repos αντιστοιχεί σε 100 μετοχές. Πρέπει να επισημανθεί ότι όταν οι επενδυτές "δανείζουν" μετοχές στην κοινοπραξία (pool) της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. μέσω του προϊόντος Stock Repos (Σύμβαση Πώλησης Μετοχών με Σύμφωνο Επαναγοράς), οι μετοχές μεταβιβάζονται από τη μερίδα του επενδυτή (πωλητή) στη μερίδα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. (αγοραστή). Αυτό συνεπάγεται απώλεια της κυριότητας των μετοχών για το διάστημα που οι μετοχές μεταβιβάζονται στην μερίδα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Ως εκ τούτου, χρειάζεται η προσοχή των επενδυτών που επιθυμούν να "δανείσουν" μετοχές για το αν η μεταβίβαση των μετοχών από τη μερίδα τους συνιστά λόγω απώλειας τυχόν δικαιωμάτων που απορρέουν από την κατοχή των μετοχών. Παράδειγμα τέτοιου γεγονότος είναι η διάθεση δωρεάν μετοχών από το Ελληνικό Δημόσιο στους μετόχους που διατηρούν μετοχές μετά τη Δημόσια εγγραφή για ένα ορισμένο διάστημα (κίνητρο διακράτησης), όπως για τον ΟΠΑΠ (Ιανουάριος 2003) και την Αγροτική Τράπεζα (Ιανουάριος 2002).

Η σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (Stock Reverse Repo) είναι το προϊόν στο οποίο οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν μετοχές από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με σκοπό την ανοιχτή πώλησή τους στο Χ.Α.Α.Ε. Η κατάρτιση αυτού του συμβολαίου τους υποχρεώνει να καταβάλλουν καθημερινά στην ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. τόκο που υπολογίζεται με βάση το επιτόκιο που συμφωνήθηκε κατά τη σύναψη του συμβολαίου με την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. Επισημαίνεται ότι πωλητής στο προϊόν είναι πάντα η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. γεγονός το οποίο σημαίνει ότι οι επενδυτές δεν επιτρέπεται να καταρτίζουν συμβάσεις μεταξύ τους. Ο επενδυτής εμφανίζεται πάντα ως αγοραστής του συμβολαίου.

6. Τίτλοι Επιλογής (Warrants)

Οι τίτλοι επιλογής είναι δικαιώματα που εκδίδονται (πωλούνται) από μία εταιρεία ή ένα πιστωτικό ίδρυμα και σε μερικές περιπτώσεις διαπραγματεύονται και σε ένα Χρηματιστήριο.

Ο αριθμός των ανοικτών συμβολαίων καθορίζεται από το μέγεθος της αρχικής έκδοσης και αλλάζει μόνο όταν τα δικαιώματα ασκούνται στη λήξη. Οι τίτλοι επιλογής αγοράζονται και πωλούνται με τον ίδιο σχεδόν τρόπο όπως οι μετοχές και δεν χρειάζεται η μεσολάβηση της ΕΤ.Ε.Σ.ΕΠ. Όταν ασκείται ο τίτλος επιλογής, ο αρχικός εκδότης κάνει εκκαθάριση με τον κάτοχο του τίτλου επιλογής.

Τίτλοι επιλογής που δίνουν δικαίωμα αγοράς (call warrants) διανέμονται από τις εταιρείες πάνω στη δική τους μετοχή. Για παράδειγμα μία εταιρεία εκδίδοντας ομολογιακό δάνειο μπορεί να προσφέρει στους επενδυτές μαζί με τις ομολογίες και τίτλους επιλογής στη μετοχή της. Αν οι τίτλοι επιλογής ασκηθούν, η εταιρεία διανέμει στους κατόχους των τίτλων νέες μετοχές στην τιμή άσκησης που καθορίζεται στο συμβόλαιο. Η τιμή άσκησης και η ημερομηνία άσκησης των τίτλων επιλογής δεν ταιριάζουν απαραίτητα με αυτές των χρηματιστηριακών δικαιωμάτων αγοράς. Συνήθως οι τίτλοι επιλογής λήγουν αργότερα από τα χρηματιστηριακά δικαιώματα αγοράς.

Τίτλους πώλησης και αγοράς επίσης εκδίδει ένα πιστωτικό ίδρυμα για να ικανοποιήσει τις ανάγκες της αγοράς. Τα υποκείμενα στοιχεία μπορεί να είναι ένας δείκτης, συνάλλαγμα ή εμπόρευμα. Στο τέλος του 1980 για παράδειγμα υπήρχε μεγάλη ζήτηση για τίτλους πώλησης επί του γιαπωνέζικου δείκτη Nikkei 225. Μόλις εκδοθεί ένας τέτοιος τίτλος συχνά διαπραγματεύεται και σε κάποιο Χρηματιστήριο. Το πιστωτικό ίδρυμα κάνει εκκαθάριση με μετρητά, όταν ασκηθεί ο συγκεκριμένος τίτλος επιλογής.

6.1. Καλυμμένος Τίτλος Επιλογής (Covered Warrant)

Ο καλυμμένος τίτλος επιλογής παρέχει στον κάτοχό του το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει, μέχρι την ημερομηνία λήξης, συγκεκριμένη ποσότητα του, υποκείμενου τίτλου σε προκαθορισμένη τιμή ή παρέχει στον κάτοχό του το δικαίωμα, στην περίπτωση χρηματικού διακανονισμού, να λάβει χρηματικό ποσό καθοριζόμενο από τη διαφορά μεταξύ της τιμής άσκησης και της τιμής εκκαθάρισης του υποκείμενου τίτλου. Επιπλέον μπορεί να προβλέπει τη μεταβολή των όρων του όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου εξισωθεί με μία προκαθορισμένη τιμή.

6.1.1. Διαφορές μεταξύ Καλυμμένων Τίτλων Επιλογής και Δικαιωμάτων Προαίρεσης

| Καλυμμένοι Τίτλοι Επιλογής | Δικαιώματα Προαίρεσης |
|--|--|
| Είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα τα οποία εκδίδονται από επενδυτικούς οίκους και διαπραγματεύονται στην αγορά μετοχών. | Είναι συμβόλαια τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά παραγώγων. |
| Έχουν μακροχρόνια διάρκεια (έτη). | Έχουν βραχυχρόνια διάρκεια ζωής (μήνες). |
| Μπορούν να αγοραστούν ή να πωληθούν μέσω του κωδικού διαπραγμάτευσης που χρησιμοποιείται για την αγορά και πώληση μετοχών. | Αγοράζονται και πωλούνται μέσω ειδικού κωδικού διαπραγμάτευσης ο οποίος απαιτείται να ανοιχτεί στην αγορά παραγώγων. |
| Αποτελούν προϊόντα των οποίων τα παραπάνω χαρακτηριστικά ποικίλλουν ανάλογα με τον εκδότη αυτών. | Είναι τυποποιημένα προϊόντα με συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης και τιμή άσκησης για τον ίδιο υποκείμενο τίτλο. |
| Βασίζονται σε μεγάλη ποικιλία υποκείμενων τίτλων | Έχουν συνήθως ως υποκείμενους τίτλους μετοχές, δείκτες, αγαθά και επιτόκια. |
| Ο αριθμός συμβολαίων τους που εκδίδονται και έχουν συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης και τιμή άσκησης είναι περιορισμένος και αποφασίζεται από τον εκδότη. | Ο αριθμός συμβολαίων τους τα οποία δύνανται να εκδοθούν και αναφέρονται στον ίδιο υποκείμενο τίτλο είναι απεριόριστος. |

6.2. Δικαιώματα Αγοράς Μετοχών (ΔΑΜ – Share Warrants)

Τα Δικαιώματα Αγοράς Μετοχών (ΔΑΜ) είναι ένας εναλλακτικός τρόπος για να αυξάνει μία εταιρεία το μετοχικό της κεφάλαιο. Ο κάτοχος του ΔΑΜ έχει το δικαίωμα και όχι την υποχρέωση να αγοράσει καθορισμένο αριθμό μετοχών σε προκαθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης - exercise price), σε καθορισμένες ημερομηνίες μέχρι τη λήξη τους. Τα ΔΑΜ δεν παρέχουν οποιοδήποτε μέρος ή άλλο εισόδημα και αν αυτά δεν εξασκηθούν μέχρι την ημερομηνία λήξης τους, τότε λήγουν και χάνουν κάθε αξία τους. Η τιμή της εμπορίας τους συνδέεται άμεσα με την πορεία της μετοχής και συνήθως διακυμαίνονται σε πιο μεγάλα ποσοστιαία περιθώρια από τη μετοχή.

7. Ανταλλαγές (Swaps)

Όλοι αντιλαμβάνονται την ανάγκη για κάλυψη από τους κινδύνους αγοράς. Για την αντιστάθμιση των κινδύνων αυτών, υπάρχουν πολλά χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως αναπτύξαμε πιο πάνω που μπορεί να χρησιμοποιήσει μία εταιρία σήμερα όπως είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (Futures), τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης (Options) καθώς και οι ανταλλαγές (Swaps) που θα δούμε τώρα.

Οι ανταλλαγές αποτελούν ιδιωτικές εξωχρηματιστηριακές συμφωνίες μεταξύ δύο εταιρειών που συμφωνούν να ανταλλάξουν μετρητά στο μέλλον σύμφωνα με έναν προκαθορισμένο τρόπο και δημιουργήθηκαν για να υπερπηδήσουν τα περίπλοκα προβλήματα που δημιουργούσαν ανταπαιτήσεις μεταξύ εταιριών.

Τα χρηματικά ποσά που ανταλλάσσονται μπορεί να αναφέρονται σε:

1. Διαφορετικά νομίσματα και σταθερά ποσά.
2. Ίδιο νόμισμα: ένα σταθερό ποσό ανταλλάσσεται με ένα μεταβαλλόμενο (αβέβαιο) ποσό.
3. Συνδυασμός των παραπάνω: το ποσό πληρωμής στο ένα νόμισμα είναι σταθερό ενώ στο άλλο μεταβαλλόμενο.

Τα τέσσερα βασικά είδη των συμβολαίων ανταλλαγής είναι:

1. Συμβόλαια Ανταλλαγής Επιτοκίων (Interest Rates Swap)
2. Συμβόλαια Ανταλλαγής Νομισμάτων (Currency Swap)
3. Συμβόλαια Ανταλλαγής Εμπορευμάτων (Commodities Swap)
4. Συμβόλαια Ανταλλαγής Μετοχών (Equity Swap)

Τα περισσότερα συμβόλαια ανταλλαγής διαπραγματεύονται σε χρηματιστήρια (Exchange Traded Contracts), όπως για παράδειγμα τα Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, EUREX, LIFFE, CBT κ.α. Υπάρχουν όμως και άλλα, που συμφωνούνται απευθείας από τα δύο συμβαλλόμενα μέρη (Over The Counter Contracts). Θα περιγράψουμε την αγορά των συμβολαίων ανταλλαγής και πιο συγκεκριμένα τα συμβόλαια ανταλλαγής επιτοκίων (interest rates swap).

7.1. Ιστορική Αναδρομή

Τα πρώτα συμβόλαια ανταλλαγών εμφανίστηκαν το 1981 και από τότε η αγορά τους μεγάλωσε πολύ γρήγορα. Ειδικά στην Αμερική διαπραγματεύονταν εκατοντάδες δισεκατομμύρια δολαρίων.

Το πρώτο συμβόλαιο ανταλλαγής που δημιουργήθηκε ήταν μεταξύ της IBM και World Bank το 1981 και αφορούσε μετατροπή χρέους της IBM από γερμανικά μάρκα και ελβετικά φράγκα σε δολάρια, κάτι το οποίο δέχθηκε να αναλάβει η World Bank. Έτσι, η IBM υποχρεούνταν να πληρώσει τις οφειλές της σε δολάρια στη World Bank και αυτή με τη σειρά της σε γερμανικά μάρκα και ελβετικά φράγκα στους πιστωτές της IBM. Με αυτό το τρόπο, η IBM μείωσε το συναλλαγματικό της κίνδυνο από οποιοσδήποτε μεταβολές που θα μπορούσαν να παρουσιαστούν κατά τη διάρκεια αποπληρωμής του χρέους της. Για ποιο λόγο το έκανε αυτό η World Bank; Ίσως επειδή διατηρούσε μεγάλα αποθέματα ρευστού στα δύο παραπάνω νομίσματα χωρίς να δημιουργείται υψηλός κίνδυνος ανάληψης αυτής της συμφωνίας από τη πλευρά της.

7.2. Περισσότερες Πληροφορίες για τις Ανταλλαγές

Τόσο οι εταιρίες όσο και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αντιμετωπίζουν με διαφορετικό τρόπο τον κίνδυνο (risk) που ενέχουν μερικές αγορές αναλόγως με τη μεταβλητότητα που τις χαρακτηρίζει. Κάποιοι είναι διατεθειμένοι να εκτεθούν σε μικρότερο βαθμό κινδύνου (risk averse) σε σχέση με κάποιους άλλους που αναζητούν τον κίνδυνο (less risk averse). Σαφώς, το κίνητρο για αυτούς που αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο είναι η υψηλότερη προσδοκώμενη απόδοση.

Οι ανταλλαγές δεν είναι τίποτε άλλο παρά παράγωγα προϊόντα. Οι συμμετέχοντες στην αγορά παραγώγων, μπορούν για παράδειγμα να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο σε ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχικούς τίτλους, είτε μέσω των ΣΜΕ (futures) είτε μέσω των Δικαιωμάτων Προαίρεσης (options) τα οποία διαπραγματεύονται στην αγορά παραγώγων (listed exchange derivatives). Μερικές φορές όμως, μεγάλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί ή θεσμικοί επενδυτές θέλουν να εξατομικεύσουν την αντιστάθμισή τους και να μεταφέρουν τον κίνδυνο σε άλλους επιθυμούντες ακόμη και για προϊόντα τα οποία δεν συμπεριλαμβάνονται στις κύριες αγορές διαπραγμάτευσης.

Τα συμβόλαια ανταλλαγών είναι φτιαγμένα στα μέτρα του πελάτη, διαπραγματεύονται σε εξωχρηματιστηριακή αγορά και οι swap specialists αναλαμβάνουν το ρόλο του μεσίτη (broker) ή του market maker. Οι brokers market makers είναι συνήθως μεγάλες Τράπεζες.

Οι ανταλλαγές χρησιμεύουν:

1. Για είσοδο σε νέες αγορές.
2. Για διαχείριση των κινδύνων (μετασχηματισμό απαιτήσεων και υποχρεώσεων).
3. Για arbitrage (=διαιτησία).

7.2.1. Πλεονεκτήματα – Μειονεκτήματα Ανταλλαγών

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ:

1. Δημιουργούνται κάτω από τις ανάγκες και απαιτήσεις δύο ή λίγων ενδιαφερόμενων μερών.
2. Δεν παρακολουθούνται από κανένα επίσημο εποπτικό σώμα (είναι υποκείμενα στην πιστοληπτική ικανότητα και φερεγγυότητα των αντισυμβαλλομένων) παρέχοντας έτσι ευελιξία.
3. Το κόστος των συναλλαγών είναι μικρό.

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ:

1. Δεν υπάρχει απαιτούμενη ρευστότητα σε περίπτωση που ένα αντισυμβαλλόμενο μέρος θέλει να τερματίσει τη συμφωνία.
2. Το πρώτο ενδιαφερόμενο μέρος που θα δημιουργήσει μια ανταλλαγή μερικές φορές είναι δύσκολο να βρει το αντισυμβαλλόμενο μέρος.
3. Επειδή δίνουν την ευελιξία να δημιουργηθούν κατόπιν των απαιτήσεων των ενδιαφερόμενων μερών και δεν ελέγχονται από κανένα εποπτικό σώμα αλλά ούτε εταιρεία εκκαθάρισης συναλλαγών μεσολαβεί μεταξύ τους, έχουν υψηλό πιστωτικό κίνδυνο αθέτησης της συμφωνίας από τα αντισυμβαλλόμενα μέρη.

7.3. Συμβόλαια Ανταλλαγής Επιτοκίων (Interest Rates Swap – IRS)

Στα συμβόλαια ανταλλαγής επιτοκίου (interest rate swaps) το ένα μέρος συμφωνεί να πληρώσει στο άλλο μέρος τόκο, με σταθερό επιτόκιο, σε ένα ιδεατό κεφάλαιο, για έναν ορισμένο αριθμό ετών. Αντί αυτού παίρνει τόκο με κυμαινόμενο επιτόκιο, πάνω στο ίδιο ιδεατό κεφάλαιο, για τον ίδιο αριθμό ετών. Το αρχικό κεφάλαιο σε αυτού του είδους τις ανταλλαγές συνήθως δεν συναλλάσσεται. Τα συμβόλαια ανταλλαγής επιτοκίου χρησιμοποιούνται για να μετατρέψουν ένα δάνειο με κυμαινόμενο επιτόκιο σε δάνειο με σταθερό επιτόκιο ή και αντίστροφα.

7.4. Αποτίμηση Ανταλλαγών

Ας υποθέσουμε ότι δεν υπάρχει ενδεχόμενο αθέτησης. Τότε μία ανταλλαγή συμβολαίου μπορεί να αποτιμηθεί:

1. Ως μία θέση αγοράς σε ένα ομόλογο και ως μία θέση πώλησης σε ένα άλλο ομόλογο.
2. Ως ένα χαρτοφυλάκιο προθεσμιακών συμβολαίων.

8. Διάφορα Άλλα Παράγωγα Προϊόντα

8.1. Δικαιώματα Ανταλλαγής (Swaptions)

Γενικά

Ένα δικαίωμα ανταλλαγής είναι ένα οικονομικό όργανο χορηγώντας στον ιδιοκτήτη επιλογή για να εισαγάγει ανταλλαγή επιτοκίου. Η ανταλλαγή είναι μια σύμβαση στην οποία τα συμβαλλόμενα μέρη θα ανταλλάξουν τις ροές μετρητών που συνδέονται με τα στοιχεία που ανταλλάσσουν. Οι ανταλλαγές γίνονται συνήθως για να ανταλλάξουν τις σταθερές ροές μετρητών ποσοστού με τις μεταβλητές ροές μετρητών ποσοστού. Εντούτοις, οι ανταλλαγές μπορούν να γίνουν για να ανταλλάξουν δύο σταθερές ροές μετρητών ποσοστού, ειδικά εάν είναι κάπως ανώμαλες ή διαφορετικά κανονικές ροές. Μερικές φορές, τα συμβαλλόμενα μέρη κάνουν την ανταλλαγή για να μειώσουν τον κίνδυνο, και ένας από τους δύο δεν θέλει να κάνει πραγματικά την ανταλλαγή εκτός αν κάποια συνθήκη στην αγορά επιτυγχάνεται.

Ιδιότητες

Υπάρχουν τρεις μορφές δικαιωμάτων ανταλλαγής. Κάθε ύψος απεικονίζει ένα διαφορετικό χρονικό πλαίσιο στο οποίο η επιλογή μπορεί να ασκηθεί.

1. Αμερικανικά δικαιώματα ανταλλαγής, στα οποία ο ιδιοκτήτης έχει την άδεια για να εισαγάγει την ανταλλαγή οποιαδήποτε ημέρα που εμπίπτει σε μια σειρά δύο ημερομηνιών.
2. Δικαιώματα ανταλλαγής από τις Βερμούδες, στα οποία ο ιδιοκτήτης έχει την άδεια για να εισαγάγει την ανταλλαγή σε μια ακολουθία ημερομηνιών.
3. Ευρωπαϊκά δικαιώματα ανταλλαγής, στα οποία ο ιδιοκτήτης έχει την άδεια για να εισαγάγει την ανταλλαγή κατά μια καθορισμένη ημερομηνία. Τα Ευρωπαϊκά δικαιώματα ανταλλαγής είναι απλούστερος τύπος δικαιωμάτων και είναι τώρα καθημερινά όργανα στις σημερινές χρηματιστηριακές αγορές.

8.2. Μετατρέψιμες Ομολογίες (Convertibles)

Η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωζώνη προβάλλει νέες επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες σχεδόν είχαν παραβλεφθεί στο παρελθόν. Μεταξύ αυτών των επενδυτικών ευκαιριών συμπεριλαμβάνονται και τα εταιρικά ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα σε μετοχές και τα οποία εξελίσσονται ταχύτατα ώστε να αποτελέσουν μία μεμονωμένη επενδυτική κατηγορία μεταξύ μετοχών και ομολόγων.

Η μετατρέψιμη ομολογία είναι μία ομολογία η οποία αφενός αποδίδει σταθερή απόδοση ανάλογα με το επιτόκιο έκδοσής της και αφετέρου εμπεριέχει ένα δικαίωμα προτίμησης (call option) το οποίο δίνει τη δυνατότητα στον κάτοχο της ομολογίας να τη μετατρέψει σε μετοχές του εκδότη ή άλλης εταιρείας οποιαδήποτε στιγμή μέχρι τη λήξη της. Τα χαρακτηριστικά αυτά της ομολογίας σημαίνουν ότι η αξία της εξαρτάται κάθε στιγμή από την αξία των δύο συστατικών της, δηλαδή της

καθαρής ομολογίας (straight bond) και του δικαιώματος για τη μετατροπή της σε μετοχές.

Έτσι, η αξία της ομολογίας ευνοείται σε ένα περιβάλλον μειούμενων επιτοκίων και αυξημένης διακύμανσης (volatility) των τιμών των μετοχών στις κεφαλαιαγορές, ενώ λόγω της ύπαρξης του δικαιώματος, η ομολογία θα συμπεριφέρεται περισσότερο ως μετοχή όσο η τιμή της μετοχής ανεβαίνει και περισσότερο ως ομολογία στην αντίθετη περίπτωση. Με τη συμπεριφορά αυτή προσφέρει συμμετοχή στην άνοδο αλλά αναλογικά μικρότερη συμμετοχή στην πτώση, δημιουργώντας ένα πολύ ελκυστικό προφίλ λόγω απόδοσης προς κίνδυνο και μία μεγάλη επιλογή ομολογιών με διαφορετική ευαισθησία στις διακυμάνσεις των μετοχών.

Τέλος κάθε ομολογία είναι μοναδική και ο επενδυτής χρειάζεται να μελετήσει το ενημερωτικό δελτίο της εκδότριας εταιρείας που εμπεριέχει όλες τις λεπτομέρειες για τη συγκεκριμένη έκδοση. Πρέπει να δώσει επίσης, προσοχή στην πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη καθώς σε περίπτωση πτώσης των τιμών των μετοχών ο επενδυτής θα κατέχει ουσιαστικά μία απλή ομολογία.

Το μεγαλύτερο μέρος της ευρωπαϊκής αγοράς μετατρέψιμων ομολογιών αποτελείται από εκδόσεις σε ευρώ (euro convertibles) αλλά υπάρχουν και πολλές μικρότερες εγχώριες εκδόσεις (domestics). Το 2000 ήταν άλλη μία χρονιά σημαντικής ανάπτυξης με μεγάλες και υψηλής ρευστότητας εκδόσεις, των οποίων η συνολική κεφαλαιοποίηση έφτασε τα 100 δις. Ευρώ, από τα οποία το 75% αφορούσε εκδόσεις σε ευρώ.

8.2.1. Ευκαιρίες Για Επιχειρήσεις

Από την πλευρά των εκδοτών, μία επιχείρηση μπορεί να επιτύχει μέσω των μετατρέψιμων ομολογιών ένα ελκυστικό κόστος κεφαλαίου. Καθώς η ομολογία προσφέρει στον επενδυτή ένα δικαίωμα επιλογής, έχει τη μικρότερη απόδοση και η τιμή μετατροπής σε μετοχές είναι υψηλότερη από αυτή τη στιγμή έκδοσης. Επιπλέον οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν διαφορετικές δομές επιτρέποντας στον εκδότη να τις διαμορφώσει σύμφωνα με τις ανάγκες του και τις απαιτήσεις της αγοράς. Καταλήγοντας, μπορούμε να πούμε πως οι μετατρέψιμες ομολογίες δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να καλύψουν ένα ευρύ φάσμα στις απαιτήσεις τους στο λόγο απόδοσης προς τον κίνδυνο και στις επιχειρήσεις να αντλήσουν φθηνότερα κεφάλαια.

Σταδιακά, αυτό το προϊόν γίνεται ολοένα και πιο κατανοητό και το μέγεθος της αγοράς αυξάνεται με σταθερό ρυθμό. Δεδομένου αυτού και του γεγονότος ότι βρισκόμαστε σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας με πτωτικά επιτόκια, η μετατρέψιμη ομολογία είναι σίγουρα μία οδός την οποία θα πρέπει να λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους οι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες όταν εξετάζουν τρόπους άντλησης κεφαλαίων και οφείλουν να μελετούν ειδικά οι θεσμικοί επενδυτές που αναζητούν επενδυτικά εργαλεία για να συμπεριλάβουν στα χαρτοφυλάκιά τους και τα οποία θα συμβάλουν στην καλύτερη διαχείριση του κινδύνου τους.

9. Σκοπός Συναλλαγών Με Παράγωγα

Τα παράγωγα προϊόντα δημιουργήθηκαν με σκοπό την αποτελεσματική διαχείριση του κινδύνου των επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Μέσω της αντίθετης θέσης σε ένα παράγωγο προϊόν, ο επενδυτής δύναται να αντισταθμίσει (hedging) τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου από μία αντίθετη κίνηση της αγοράς. Τα παράγωγα μπορεί να χρησιμοποιηθούν και για κερδοσκοπικούς σκοπούς (speculation) ανάλογα με τις προσωπικές προσδοκίες για την αγορά. Το σημαντικότερο σημείο αναφοράς στην συμπεριφορά του κερδοσκόπου επενδυτή είναι ότι συνήθως δεν κατέχει την υποκείμενη αξία της οποίας τα συμβόλαια διαπραγματεύεται, ενώ αναλαμβάνει τον κίνδυνο (από επενδυτές με στόχο την αντιστάθμιση κινδύνου) από δυσμενή μεταβολή στην υποκείμενη αγορά. Για παράδειγμα, μέσω της πώλησης συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης στον FTSE/ASE-20, ένας επενδυτής που προσδοκά διόρθωση στην αγορά μπορεί να αποκομίσει σημαντικά κέρδη.

Γενικά τα παράγωγα προϊόντα, τα χρησιμοποιούν παραγωγικές επιχειρήσεις, τράπεζες, αμοιβαία κεφάλαια, επενδυτικές εταιρίες, ασφαλιστικές εταιρίες ασφαλιστικά ταμεία, το δημόσιο και άλλοι επενδυτές. Για παράδειγμα, ο διαχειριστής ενός συνταξιοδοτικού ταμείου μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο των επενδύσεών του σε μετοχές και έτσι να προάγει την ευημερία των συμμετεχόντων στο ταμείο αυτό. Επίσης μία βιομηχανία τροφίμων που επιδιώκει μία επένδυση, για παράδειγμα σε μια άλλη χώρα, ίσως την εγκαταλείψει αν δεν μπορέσει να διαχειριστεί τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που συνδέονται με αυτή. Αλλά και ένας ιδιώτης επενδυτής που θέλει, για παράδειγμα, να αγοράσει ένα σπίτι επιλέγει μεταξύ δανείου σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου. Η ικανότητα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να προσφέρει αυτή την επιλογή στον δανειζόμενο εξαρτάται από την ικανότητα του ιδρύματος να διαχειριστεί τον δικό του χρηματοοικονομικό κίνδυνο μέσω της αγοράς χρηματιστηριακών παραγώγων.

9.1. Αντιστάθμιση (Hedging)

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

Ας πάρουμε για παράδειγμα μια σοκολατοποιία. Καθώς οποιαδήποτε αύξηση της τιμής του κακάο επηρεάζει τα κέρδη της επιχείρησης, είναι λογικό ο ιδιοκτήτης της να θέλει να εξασφαλίσει την τιμή που θα πληρώσει για αυτό από τώρα. Ας υποθέσουμε ότι είναι Ιανουάριος και η τιμή του κακάο είναι αρκετά χαμηλή (2,60 €), αλλά ο ιδιοκτήτης φοβάται πως μπορεί να αυξηθεί σημαντικά τους επόμενους μήνες. Πληρώνοντας το χρηματικό ποσό (premium) των για παράδειγμα 1.000 € ο ιδιοκτήτης αγοράζει τόσα δικαιώματα αγοράς (call options), όσα του δίνουν το δικαίωμα να αγοράσει την απαραίτητη ποσότητα κακάο στην (υποθετική) τιμή των 2,80 € το κιλό, μετά από τρεις μήνες (πριν την πασχαλινή περίοδο). Σκεφτείτε το χρηματικό ποσό (premium) σαν το ασφάλιστρο που πληρώνουμε στον

αντισυμβαλλόμενο που θέλησε να μας πουλήσει το εν λόγω δικαίωμα προκειμένου να ασφαλιστούμε κατά την τυχόν αύξηση της τιμής του κακάο πάνω από τα 2,80 € το κιλό. Εάν η τιμή του κακάο παραμείνει ή πέσει κάτω από τα 2,80 € ο ιδιοκτήτης θα αφήσει τα συμβόλαια να λήξουν χωρίς να τα εξασκήσει αφού θα προτιμήσει να αγοράσει το κακάο στην φθηνότερη τρέχουσα τιμή, χάνοντας έτσι τα 1.000 € του premium που πλήρωσε για τα δικαιώματα (δηλαδή το ασφάλιστρο). Στην περίπτωση που η τιμή ανέβει πάνω από τα 2,80 € ο ιδιοκτήτης θα εξασκήσει τα δικαιώματα αγοράς και θα αγοράσει από τον πωλητή των δικαιωμάτων το κακάο στην προσυμφωνημένη τιμή των 2,80 € το κιλό.

Συμπερασματικά η μέγιστη ζημιά για τον ιδιοκτήτη, ανεξάρτητα από την τιμή του κακάο, θα ανέλθει στα 1.000 € δηλαδή στο ποσό που πλήρωσε (premium) προκειμένου να εξασφαλιστεί από τον κίνδυνο ανόδου της τιμής του κακάο. Για τον πωλητή των δικαιωμάτων, τα 1.000 € αντιπροσωπεύουν το μέγιστο κέρδος του.

9.2. 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 είναι απαραίτητο συστατικό σε όλες τις αγορές καθώς διευκολύνει την μεταβίβαση του ρίσκου.

Για παράδειγμα έχουμε τον κερδοσκόπο X. Εάν η πρόβλεψή του για την τιμή του κακάο είναι απαισιόδοξη (bearish) θα λάβει τέτοια θέση στην αγορά, ακόμη και αν δεν έχει κανένα επαγγελματικό ενδιαφέρον για το προϊόν. Επιστρέφοντας στο προηγούμενο παράδειγμα, ίσως να είναι αυτός ο οποίος αναλαμβάνει το ρίσκο του ιδιοκτήτη της σοκολατοποιίας, ευελπιστώντας πως η πρόβλεψή του είναι σωστή και κατά συνέπεια η τιμή του κακάο θα είναι χαμηλότερη από 2,80 € το κιλό στις 20 Μαρτίου, άρα θα κερδίσει 1.000 € (το premium που θα του καταβάλει ο ιδιοκτήτης) προκειμένου να δεσμευθεί πως στις 20 Μαρτίου θα τον προμηθεύσει με την απαιτούμενη ποσότητα κακάο στα 2,80 € το κιλό.

Ο κάθε επενδυτής έχει διαφορετικό σκοπό για την κάθε του συναλλαγή, διαφορετικό χρονικό ορίζοντα και διαφορετικές βλέψεις για την πορεία της αγοράς. Η διαφορετικότητα αυτή ενισχύει την πολυμορφικότητα της αγοράς, επηρεάζοντας ευνοϊκά τους κερδοσκόπους. Έτσι στο παραπάνω παράδειγμα ο ιδιοκτήτης της σοκολατοποιίας θα προτιμούσε η τιμή του κακάο να πέσει στα 2,00 € γιατί στην περίπτωση αυτή θα έχανε το premium των 1.000 € αλλά θα κέρδιζε πολύ παραπάνω, αγοράζοντας το κακάο σε χαμηλότερη τιμή. Αλλά και ο κερδοσκόπος X ευελπιστεί σε πτώση της τιμής. Συνεπώς, στην συγκεκριμένη περίπτωση και οι δύο αντισυμβαλλόμενοι έχουν την ίδια προσδοκία: διατήρηση ή πτώση της τιμής.

9.3. Ο Μεσάζων (Market Maker)

Ένας ακόμα συμμετέχων στο χρηματιστήριο παραγώγων είναι ο market maker. Οι market makers ενός συγκεκριμένου τύπου συμβολαίων είναι υποχρεωμένοι να τροφοδοτούν την αγορά με τιμές προσφοράς και ζήτησης ούτως ώστε να παρέχουν την απαραίτητη ρευστότητα για την ομαλή λειτουργία της. Επωφελούνται από τη διαφορά των τιμών προσφοράς και ζήτησης (bid-ask spread) όπως επίσης και από τις πολύ χαμηλότερες προμήθειες που χρεώνονται. Δεν έχουν συγκεκριμένες βλέψεις για την πορεία της αγοράς, αν και πάντα ακολουθείται το σχέδιο για τη διαχείριση

κινδύνου που επιβάλλει η χρηματιστηριακή εταιρία, και προσπαθούν να πραγματοποιήσουν όσο το δυνατόν μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών μπορούν. Την τακτική αυτή πολλές φορές την ακολουθούν και οι scalpers (μεγάλοι 'παίκτες' με μικρές προμήθειες, οι οποίοι προσπαθούν να κάνουν πάμπολλες συναλλαγές με μικρά κέρδη).

Για να το κατανοήσουμε καλύτερα ας υποθέσουμε ότι κάποιος μεσάζων στα δικαιώματα του κακάο θα πουλήσει στον ιδιοκτήτη της σοκολατοποιίας το δικαίωμα να αγοράσει στις 20 Μαρτίου την απαιτούμενη ποσότητα κακάο στα 2,80 € το κιλό. Συνεπώς, ο μεσάζων θα καλύψει τη ζήτηση για αγορά δικαιωμάτων κακάο πουλώντας ο ίδιος τα απαιτούμενα δικαιώματα. Στην συνέχεια θα προσπαθήσει να μεταβιβάσει το ρίσκο της θέσης αυτής βρίσκοντας κάποιον άλλο συμμετέχοντα, όπως για παράδειγμα τον κερδοσκόπο X (ο οποίος θέλει να πουλήσει δικαιώματα), ώστε να αγοράσει από αυτόν τα δικαιώματα που ήδη έχει πουλήσει στον ιδιοκτήτη. Με τον τρόπο αυτό ο μεσάζων, θα έχει καλύψει την ζήτηση για αγορά και την προσφορά για πώληση δικαιωμάτων προαίρεσης στο κακάο, θα έχει (στην ιδανικότερη περίπτωση) καλύψει πλήρως την δική του έκθεση στην αγορά, και θα έχει βγάλει, με μηδενικό σχεδόν ρίσκο, κάποιο μικρό κέρδος.

9.4. Εξισορροπητική Κερδοσκοπία (Arbitrageurs)

Δεν υπάρχει ακριβής μετάφραση της λέξης arbitrageur. Σημαίνει αυτός που επιδιώκει το χωρίς κίνδυνο κέρδος από τη διαφορά τιμών ενός στοιχείου είτε στην ίδια αγορά είτε σε διαφορετικές αγορές. Δηλαδή οι arbitrageurs εκμεταλλεύονται και διορθώνουν στιγμιαίες ανισορροπίες μεταξύ της υποκείμενης αγοράς και της αγοράς παραγώγων που προσφέρουν κέρδη χωρίς κίνδυνο.

10. Ωφελιμότητα

Ανέκαθεν οι άνθρωποι είχαν την τάση να κατηγορούν καθώς και να κατακρίνουν οτιδήποτε ξένο ή καινούριο και γενικά αυτό που δεν αντιλαμβάνονται πλήρως. Τον τελευταίο καιρό στην Ελλάδα, στην πυρά έχουν μπει τα παράγωγα και είναι επόμενο, για όσους δεν γνωρίζουν τη σημασία τους, το πώς λειτουργούν και το πώς μπορούν να μας ωφελήσουν, να κατηγορούν το Χρηματιστήριο Παραγώγων για την πορεία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Οι περισσότεροι από τους επενδυτές στο Χρηματιστήριο Αξιών - έχοντας ελάχιστες γνώσεις επί του αντικειμένου - πιστεύουν ότι εκεί πηγάζει η αιτία του "κακού".

Παρομοίως, το 1985 στο χρηματιστηριακό Κραχ των Αμερικάνικων αγορών, τα παράγωγα θεωρήθηκαν υπεύθυνα. Η πάροδος τόσων χρόνων καθώς η γνώση και η εμπειρία που αποκτήθηκαν συνέβαλλαν στο να απαλλαχθούν τα παράγωγα από οποιαδήποτε ευθύνη. Για παράδειγμα, με την κατάρρευση της Enron, την μεγαλύτερη χρεοκοπία όλων των εποχών, βγήκε στην επιφάνεια η τεράστια χρήση παραγώγων προϊόντων και over the counter ειδικών συμβολαίων, που είχε γίνει από την εταιρεία, προκειμένου να παρουσιάσει πιο ευνοϊκά αποτελέσματα και να καλύψει τις τεράστιες απώλειες που πραγματικά είχε. Είναι ενθαρρυντικό ότι παγκοσμίως πολιτικοί, εποπτικές αρχές και επενδυτικό κοινό, όχι μόνο δεν κατέκριναν τον ρόλο που έπαιξαν τα παράγωγα στην κατάρρευση της εταιρείας αλλά τους ανθρώπους που τα χρησιμοποίησαν για αυτόν τον σκοπό, αλλά δείχνουν να κατανοούν πλέον την σημασία, την αναγκαιότητα και την χρησιμότητα των χρηματοοικονομικών αυτών προϊόντων/εργαλείων στις σύγχρονες οικονομίες. Από πολλούς υποστηρίζεται ότι τα παράγωγα συμβάλουν στην σταθεροποίηση της οικονομίας (μείωση ανεργίας και πληθωριστικών πιέσεων σε συνδυασμό με τη σταθερή πορεία των καταναλωτικών δαπανών) και ότι η ανάπτυξη των αγορών παραγώγων αποτελεί έναν από τους βασικότερους λόγους που η οικονομία είναι σε θέση να απορροφήσει εξαιρετικά μεγάλα σοκ τα τελευταία έτη.

Είναι κατά την γνώμη μας αδιανόητο στην εποχή της πληροφόρησης, αντί να προσπαθούμε να μάθουμε από τα λάθη που έχουν ήδη γίνει σε άλλες χώρες ώστε να μην τα επαναλαμβάνουμε και να μελετάμε προκειμένου να καταλάβουμε πώς να χρησιμοποιήσουμε το καινούργιο αυτό χρηματοοικονομικό προϊόν (τα παράγωγα), να αναλωνόμαστε σε προσπάθειες δυσφήμισής τους.

Τα παράγωγα αν χρησιμοποιηθούν σωστά, μπορούν να αποτελέσουν πολύτιμο βοήθημα για τους επενδυτές (επαγγελματίες και μη) στην προσπάθεια τους να "επιβιώσουν" σε νευρικές ή πτωτικές περιόδους. Σε καμία περίπτωση όμως δεν πρέπει να συνδέσουμε τα παράγωγα με την πτώση της αγοράς. Ουσιαστικά, πτώση της αγοράς προκαλείται κυρίως από αυτούς που κακοδιαχειρίζονται τα παράγωγα και όχι από τα ίδια τα παράγωγα. Οι αποδόσεις των παραγώγων είναι οι ίδιες είτε η αγορά είναι πτωτική, είτε είναι ανοδική. Επιπλέον, θα πρέπει κάθε φορά που ακούμε ή διαβάζουμε μια αρνητική κριτική για τους πωλητές που πουλάνε Σ.Μ.Ε. και ρίχνουν την αγορά προκειμένου να κερδίσουν από τα Σ.Μ.Ε. , να αναρωτηθούμε ποιοι έχασαν τα λεφτά που οι πωλητες κέρδισαν. Ποιοι δηλαδή αγόρασαν αυτά τα Σ.Μ.Ε. και κατά συνέπεια έχασαν αυτά τα τεράστια ποσά. Το να προσπαθούμε να προσωποποιήσουμε την αιτία της ζημιάς μας μπορεί να είναι ανακουφιστικό, δεν σημαίνει όμως πώς είναι και σωστό. Κατά την γνώμη μας κανείς δεν φταίει για την εκάστοτε πορεία της αγοράς και κανείς δεν είναι αρκετά ισχυρός ώστε να την χειραγωγήσει μακροπρόθεσμα. Η αγορά αντιστρέφει την τάση της όταν έρθει η ώρα να το κάνει, είτε το θέλουν οι πωλητές (και αντιστοίχως

σε περιόδους υπέρμετρης ευφορίας, οι υπεραισιόδοξοι) είτε όχι. Η διαφορά είναι πως στην ανοδική αγορά κερδίζουν όλοι οι επενδυτές (ανεξάρτητα από το αν χρησιμοποιούν και παράγωγα), με συνέπεια κανείς να μην ψάχνει για κάποιο εξιλαστήριο θύμα στο οποίο θα προσάψει την πολλές φορές παράλογη άνοδο.

11. Γενικά Συμπεράσματα

Αρκετά πρέπει να γίνουν ακόμα στο θέμα της ενημέρωσης των επενδυτών. Η αγορά των παραγώγων προϊόντων είναι ένας ευαίσθητος τομέας, όπου προέχει να αντιλαμβάνεται πλήρως ο επενδυτής τα χαρακτηριστικά και τους κινδύνους των επενδυτικών αυτών εργαλείων καθώς επίσης και δεν έχει αποκτήσει το βάθος που πρέπει. Ίσως να μην είναι ακόμα έτοιμη για νεόκοπους και μη έτοιμους επενδυτές. Μοιραία το βάρος πέφτει στους ώμους των χρηματιστηριακών τραπεζών, μελών Χ.Π.Α. και ΕΤΕΣΕΠ. Τα στελέχη και τα μέλη όμως του Χ.Π.Α. καταβάλλουν σοβαρότατη προσπάθεια για την βελτίωση του βάθους της αγοράς με την αύξηση των συμμετεχόντων, αλλά και με την σωστή επιμόρφωσή τους.

Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α

ΓΛΩΣΣΑΡΙ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

| <u>Ελληνικός Όρος</u> | <u>Αγγλικός Όρος</u> | <u>Επεξήγηση</u> |
|--|-------------------------|---|
| Ανάθεση | Assignment | Ειδοποίηση από την ΕΤΕΣΕΠ προς τον πωλητή δικαιώματος ότι το δικαίωμα έχει εξασκηθεί από τον αγοραστή. |
| Ανοιγμα | Spread | Μία σύνθετη θέση σε παράγωγα, που αποτελείται από μία θέση αγοράς ενός συμβολαίου και μία θέση πώλησης ενός παρόμοιου συμβολαίου. |
| Ανοικτή θέση | Open position | Η αποτύπωση ως προς τον αριθμό των συμβολαίων ή την ποσότητα της υποκείμενης αξίας, του συνόλου των δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων οποιουδήποτε συναλλασσόμενου, που απορρέουν από πράξεις στα παράγωγα. |
| Ανοικτή Πώληση | Short selling | Συναλλαγή κατά την οποία ο επενδυτής δανείζεται μετοχές και τις πουλάει σε τρίτο αναλαμβάνοντας έτσι την υποχρέωση να τις αγοράσει στο μέλλον για να τις επιστρέψει στο δανειστή. Με τον τρόπο αυτό πραγματοποιεί κέρδος ή ζημιά ανάλογα με τις τιμές που πούλησε και κατόπιν αγόρασε τις μετοχές |
| Αντιστάθμιση κινδύνου | Hedging | Συναλλαγή κατά την οποία ένας επενδυτής προσπαθεί να προστατεύσει μία θέση του στην υποκείμενη αγορά χρησιμοποιώντας μία αντίθετη θέση στην αγορά των παραγώγων. |
| Αξία χρόνου | Time value | Η διαφορά της τιμής ενός δικαιώματος προαίρεσης μείον την εσωτερική του αξία. |
| Βάση | Basis | Η τιμή της υποκείμενης αξίας ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) μείον την τιμή του ΣΜΕ. Καθώς το ΣΜΕ πλησιάζει προς την ημέρα λήξης του, η βάση συγκλίνει στο μηδέν. |
| Δικαίωμα με θετική εσωτερική αξία | In-the-money option | Ένα δικαίωμα αγοράς (πώλησης) το οποίο αν εξασκηθεί θα αποφέρει αξία στον κάτοχό του, επειδή η τιμή της υποκείμενης αξίας είναι μεγαλύτερη (μικρότερη) από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος. |
| Δικαίωμα με μηδενική εσωτερική αξία | Out-of-the-money option | Ένα δικαίωμα αγοράς (πώλησης) το οποίο αν εξασκηθεί δεν θα αποφέρει αξία στον κάτοχό του, επειδή η τιμή της υποκείμενης αξίας είναι μικρότερη (μεγαλύτερη) από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος. |

| | | |
|--|---------------------------------|---|
| Δικαίωμα προαίρεσης αμερικανικού τύπου | American option | Ένα δικαίωμα προαίρεσης που μπορεί να εξασκηθεί οποιαδήποτε στιγμή μέχρι την ημέρα λήξης του συμβολαίου. |
| Δικαίωμα προαίρεσης ευρωπαϊκού τύπου | European option | Ένα δικαίωμα προαίρεσης που μπορεί να εξασκηθεί μόνο κατά την ημέρα λήξης του συμβολαίου. |
| Δικαίωμα στην τρέχουσα τιμή | At-the-money option | Από μία 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. |
| Διωνυμικό μοντέλο | Binomial model | Μέθοδος αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, που βασίζεται στην υπόθεση ότι σε κάθε χρονική στιγμή, η τιμή της υποκείμενης αξίας ή του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, μπορεί να πάρει μόνο δύο δυνατές τιμές. |
| Ειδικός Διαπραγματευτής | Market maker | Εκπρόσωπος εταιρίας μέλους του ΧΠΑ με την υποχρέωση να παρέχει συνέχεια τιμές στις οποίες είναι διατεθειμένος να αγοράσει και να πουλήσει καθορισμένα προϊόντα, εξασφαλίζοντας έτσι επαρκή ρευστότητα στην αγορά. |
| Εκκαθάριση με ρευστά διαθέσιμα | Cash settlement | Όρος σε ορισμένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης, που καθορίζει ότι η εκκαθάριση δεν γίνεται με φυσική παράδοση της υποκείμενης αξίας αλλά με μεταβίβαση χρηματικού ποσού, όπως καθορίζεται από αλγόριθμο. |
| Εκκαθάριση Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) 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 καταβάλει στον πωλητή το δραχμικό ισοδύναμο της τελικής τιμής εκκαθάρισης του ΣΜΕ. |
| Εντολή με όριο | Limit order | Εντολή βούλησης αγοράς ή πώλησης που διαβιβάζεται προς την αγορά, η οποία προσδιορίζει τιμή πέραν της οποίας ο αγοραστής δεν επιθυμεί να αγοράσει ή ο πωλητής να πουλήσει, αντίστοιχα. |
| 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. |

| | | |
|---|------------------------|---|
| 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 αυτή 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 αυτή είναι αρνητική. |
| Θεσμικός επενδυτής | Institutional investor | Κάθε Ε.Π.Ε.Υ., εταιρία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, εταιρία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, ασφαλιστική εταιρία και ασφαλιστικό ταμείο που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. |
| Καθημερινή αποτίμηση | Mark-to-market | Διαδικασία που χρησιμοποιείται για τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης κατά την οποία στο τέλος κάθε ημέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις (αγοράς ή πώλησης) σημείωσαν ζημιές πληρώνουν τις ζημιές τους αυτές στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις σημείωσαν κέρδη. |
| 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. |
| Μονάδα βάσης | Basis point | Το ένα εκατοστό της ποσοστιαίας μονάδας (0,01%). Χρησιμοποιείται για την αναφορά μικρών μεταβολών σε επιτόκια. |
| Μοντέλο Black-Scholes | Black-Scholes model | Μοντέλο που αναπτύχθηκε από τους Fisher Black και Myron Scholes το 1973 και αποτελεί την κλασική μέθοδο αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, ευρωπαϊκού τύπου. |
| Οριο θέσης | Position limit | Ο τυχόν περιορισμός που επιβάλλει εκάστοτε το ΧΠΑ ή και η ΕΤΕΣΕΠ ως προς τη δυνατότητα οποιουδήποτε προσώπου να διατηρεί ανοικτή θέση ή και την δημιουργία ανοικτής θέσης της αγοράς, ως σύνολο. |
| Περιθώριο ασφάλειας | Margin | Χρηματικά ποσά ή αξίες δεσμευμένες υπέρ της εταιρίας 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. |
| Προστατευμένη πώληση δικαιώματος αγοράς | Covered call | Πώληση δικαιώματος αγοράς με παράλληλη κατοχή της υποκείμενης αξίας. |

| | | |
|---|------------------------------------|--|
| Ρευστότητα | Liquidity | Η ικανότητα να αγοράζονται ή να πωλούνται μεγάλες ποσότητες μίας χρηματοοικονομικής αξίας χωρίς να επηρεάζεται η τιμή της. |
| Συνθετικό δικαίωμα αγοράς | Synthetic call | Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος πώλησης και πώλησης ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης με την ίδια υποκείμενη αξία και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός δικαιώματος αγοράς. Εναλλακτικά, η αγορά ενός δικαιώματος πώλησης μπορεί να συνδυαστεί με την ανοιχτή πώληση της υποκείμενης αξίας. |
| Συνθετικό δικαίωμα πώλησης | Synthetic put | Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και πώλησης ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης με την ίδια υποκείμενη αξία και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός δικαιώματος πώλησης. Εναλλακτικά, η αγορά ενός δικαιώματος αγοράς μπορεί να συνδυαστεί με την ανοιχτή πώληση της υποκείμενης αξίας. |
| Συνθετικό ομόλογο | Synthetic bond - notional bond | Εικονικό ομόλογο που χρησιμοποιείται σαν υποκείμενη αξία ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης, όπου και καθορίζονται τα χαρακτηριστικά του. |
| Συνθετικό συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης | Synthetic futures | Ο συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης με την ίδια υποκείμενη αξία, την ίδια τιμή εξάσκησης και το ίδιο μέγεθος συμβολαίου, που προσομοιάζει τη συμπεριφορά ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης. |
| Συντελεστής βήτα | Beta factor | Μέτρο της ευαισθησίας της αξίας ενός τίτλου ή χαρτοφυλακίου στις διακυμάνσεις της αγοράς σαν σύνολο. |
| Συντελεστής τιμής παραδοτέου ομολόγου | Price factor of a deliverable bond | Κατά τη λήξη ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ), που εκκαθαρίζεται με φυσική παράδοση ομολόγου, οι πωλητές των ΣΜΕ παραδίδουν στους αγοραστές ομόλογα από το καλάθι των παραδοτέων ομολόγων. Για κάθε παραδοτέο ομόλογο από αυτό το καλάθι, το ΧΠΑ καθορίζει ένα συντελεστή τιμής, που χρησιμοποιείται για την προσαρμογή της αξίας του παραδοτέου ομολόγου που θα καταβάλει ο αγοραστής στον πωλητή, με βάση την τελική τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ. |
| 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. |
| Τίμημα δικαιώματος | Option premium | Το ποσό που οφείλει να καταβάλει ένας συναλλασσόμενος για την αγορά δικαιώματος προαίρεσης. |
| Τράπεζα θεματοφυλακής | Custodian bank | Τα πιστωτικά ιδρύματα μέσω των οποίων διενεργείται ο ημερήσιος διακανονισμός πράξεων επί παραγώγων και διατηρούνται περιθώρια ασφάλειας ανά επενδυτή. |
| Υποκείμενη αγορά | Cash market - underlying market | Η αγορά στην οποία διαπραγματεύεται η χρηματοοικονομική αξία στην οποία βασίζεται ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης ή ένα δικαίωμα προαίρεσης. |

| | | |
|---|--------------------------|---|
| Φέρον κόστος | Cost of carry | Το κόστος που συνδέεται με τη διατήρηση και διαφύλαξη ενός προϊόντος. Για χρηματοοικονομικά προϊόντα το κόστος αυτό περιλαμβάνει τον τόκο, που δεν εισπράχθηκε λόγω της δέσμευσης χρημάτων. Για φυσικά προϊόντα, το κόστος αυτό περιλαμβάνει δαπάνες αποθήκευσης, ασφάλισης και φθοράς. |
| Φέρουσα εξισορροπητική κερδοσκοπία | Cash and carry arbitrage | Δίχως κίνδυνο κερδοσκοπική θέση, που λαμβάνει χώρα όταν η τιμή ενός Συμβολαίου Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) είναι μεγαλύτερη από την τιμή της υποκείμενης αξίας του, συν το φέρον κόστος. Ο κερδοσκόπος δανείζεται στα τρέχοντα επιτόκια διαθέσιμων, για να χρηματοδοτήσει την αγορά της υποκείμενης αξίας και, ταυτόχρονα, πουλάει το ΣΜΕ. |

[internet: http://stocks.naftemporiki.gr/markets/adex_glossary.asp]

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1. Χρηματιστήριο Αξιών και Παραγώγων Αθηνών – Διεθνή Χρηματιστήρια (Κιόχος Πέτρος, Παπανικολάου Γεώργιος, Κιόχος Απόστολος, 2001)**
- 2. Χρηματιστήριο Αξιών και Χρηματιστήριο Παραγώγων. Οργάνωση, λειτουργία, αξιολόγηση επενδύσεων, παράγωγα προϊόντα (Βούλγαρη – Παπαγεωργίου Ευμορφία, Σύγχρονη εκδοτική 2002)**
- 3. Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, Ολοκληρωμένο Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών, Επενδυτικές Προτάσεις, Ερωτήσεις – Απαντήσεις για το Χρηματιστήριο (Ντελμπεντέρης Θ. Νικόλαος, 2002)**
- 4. Internet: www.adex.gr
www.adex.ase.gr
www.naftemporiki.gr
www.merit.gr
www.derivatives.gr**