



Α.Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**



**ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ
ΜΕ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ**



**ΔΕΛΔΗΜΟΥ ΙΩΑΝΝΑ
(Α.Μ. 2678)**

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΔΗΜ. ΠΑΠΑΔΟΜΑΝΩΛΑΚΗΣ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	2
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	
1.1 Η έννοια της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και οι προϋποθέσεις εισόδου.....	7
1.1.1 Προϋποθέσεις εισόδου στην Κύρια Αγορά.....	8
1.1.2 Προϋποθέσεις εισόδου στην Παράλληλη Αγορά.....	9
1.1.3 Προϋποθέσεις εισόδου Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.....	10
1.2 Η έννοια και η εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.....	11
1.3 Νομοθετικό πλαίσιο.....	12
1.4 Η ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την περίοδο της κρίσης.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	
2.1 Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι.....	17
2.2 Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα.....	19
2.3 Χρήση και σημασία των Παραγώγων.....	21
2.4 Εισαγωγή στην έννοια των Παραγώγων.....	21
2.4.1 Προθεσμιακά Συμβόλαια.....	22
2.4.2 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης.....	23
2.4.3 Δικαιώματα Προαίρεσης.....	24
2.4.4 Ανταλλαγές.....	25
2.4.5 Λοιπά παράγωγα.....	26
2.5 Οφέλη από την ανάπτυξη των Παραγώγων.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΒΑΣΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	
3.1 Έννοια των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί των μετοχών.....	28
3.2 Κατηγορίες Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί των μετοχών.....	29
3.2.1 Δικαιώματα Αγοράς.....	30
3.2.2 Δικαιώματα Πώλησης.....	30
3.2.3 Δικαιώματα Παράδοσης Υποκείμενου Τίτλου.....	30
3.2.4 Δικαιώματα Εκκαθάρισης Μετρητοίς.....	30
3.2.5 Δικαιώματα Αμερικάνικου και Ευρωπαϊκού τύπου.....	31
3.3 Χαρακτηριστικά Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί των μετοχών.....	31
3.4 Γενικές εφαρμογές.....	34
3.5 Διαγραμματική παρουσίαση.....	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	
4.1 Γενικά στοιχεία.....	43
4.1.1 Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Αγοράς.....	45
4.1.2 Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Πώλησης.....	46
4.1.3 Προστατευτικό Δικαίωμα Πώλησης.....	47
4.2 Στρατηγική Straddle.....	48
4.3 Στρατηγική Strangle.....	50
4.4 Spreads.....	52
4.4.1 Έννοια και κατηγορίες.....	52
4.4.2 Κάθετο Spread με προσδοκίες ανατιμήσεως.....	54
4.4.3 Κάθετο Spread με προσδοκίες υποτιμήσεως.....	55
4.4.4 Στρατηγική Butterfly Spread.....	56
4.4.5 Στρατηγική Box Spread.....	57
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	59
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	62

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι διερεύνηση των επενδυτικών στρατηγικών και η παρουσίαση των χαρακτηριστικών των δικαιωμάτων προαίρεσης. Ακόμη προβαίνουμε στην καταγραφή και ανάλυση των στρατηγικών που έχουν διαμορφωθεί κατά καιρούς ως προς την εξάσκηση των δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης.

Για την επίτευξη της συγκεκριμένης μελέτης πραγματοποιήθηκε έρευνα μέσω της έντυπης και διαδικτυακής βιβλιογραφίας με σκοπό την συγκέντρωση των απαιτούμενων στοιχείων. Κατά ένα μεγάλο ποσοστό στην εκπόνηση της έρευνας βοήθησαν τα στοιχεία που περιλαμβάνουν τα sites των συγκεκριμένων εταιρειών.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα προκύπτει ότι ο κάτοχος του δικαιώματος θα πρέπει να ενημερώνεται συνεχώς για τις ενδεχόμενες εξελίξεις της αγοράς και να λαμβάνει τις κατάλληλες συμβουλές από άτομα που έχουν περισσότερες γνώσεις για το αν θα ασκήσει το δικαίωμα του ή όχι. Θα πρέπει να μεριμνήσει για τους πιθανούς κινδύνους που ενδέχεται να αντιμετωπίσει και να προχωρήσει στην πρόβλεψη για το αν θα του επιφέρει κέρδος ή ζημία.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχει υποστεί μεγάλες αλλαγές κατά τα τελευταία χρόνια. Παρατηρείται ότι έχει διαμορφωθεί ένας τεράστιος όγκος νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία έχουν κατακλύσει την αγορά, προκειμένου να καλύψουν τις επενδυτικές ανάγκες, σε ποσοτικό αλλά και ποιοτικό επίπεδο, που έχουν προκύψει. Η γενική εικόνα είναι πως ένα κομμάτι του πληθυσμού φαίνεται να εξοικειώνεται με τους «νέους» χρηματοοικονομικούς όρους που έχουν γίνει κομμάτι της καθημερινής ζωής. Ωστόσο, όμως υπάρχει δυσκολία επιλογής ως προς τον καταλληλότερο τρόπο επένδυσης των διαθέσιμων του.

Σπουδαίο ρόλο στην ανάπτυξη και τον εκσυγχρονισμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος και στην προώθηση των εξελίξεων έπαιξε το νέο θεσμικό πλαίσιο που αποτελεί είτε τροποποίηση του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου ή ανάπτυξη νέου, βασισμένου στα νέα δεδομένα. Κύρια θέματα του νέου θεσμικού πλαισίου αποτελούν η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και η δυνατότητα ελεύθερης ή χωρίς πολλές διατυπώσεις εγκατάσταση των χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε όλες τις χρηματοοικονομικά ανεπτυγμένες χώρες, άσχετα με τη χώρα ίδρυσης τους. Δίδεται έτσι η δυνατότητα αξιοποίησης του συνόλου των ευκαιριών που παρέχουν σήμερα οι αγορές και ανάπτυξης του ανταγωνισμού. Ειδικά στη χώρα μας το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Πιστωτικών Ιδρυμάτων προσαρμόζεται στις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης και κινείται παράλληλα με αυτό των λοιπών κρατών – μελών.

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα εμφανίστηκαν και αναπτύχθηκαν παράλληλα με την εμφάνιση και ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών κινδύνων, την περίοδο του 1980 και 1990. Στη συνέχεια αξιοποιήθηκαν από τις επιχειρήσεις, τα πιστωτικά ιδρύματα και τους επενδυτές για την εκμετάλλευση των διαφορών των τιμών ή του ύψους επιτοκίων στις αγορές, την αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων των επιχειρήσεων στις διάφορες αγορές με σκοπό τη μείωση του κόστους δανεισμού και τέλος για κερδοσκοπία.

Η παρούσα πτυχιακή εργασία αφορά στην παρουσίαση και ανάλυση των επενδυτικών στρατηγικών μέσω των δικαιωμάτων προαίρεσης. Πρόκειται για μία μελέτη που εξετάζει τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους που κρύβει η αγορά των παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων και τα χαρακτηριστικά αυτών.

Αυτό που μας ενδιαφέρει να εξετάσουμε είναι ποιες στρατηγικές ακολουθούνται από την μεριά των επενδυτών κατά την αγορά των παραγώγων. Στοχεύουμε στο να προβάσουμε πότε εξασκεί το δικαίωμα του ο κάτοχος είτε πρόκειται για δικαίωμα πώλησης ή αγοράς. Επιπλέον, προσδιορίζουμε μέσω παραδειγμάτων πότε ο κάτοχος θα αποκομίσει κέρδη και πότε θα υποστεί ζημία.

Οι λέξεις – κλειδιά που χρησιμοποιήθηκαν προκειμένου να συγκεντρωθούν οι κατάλληλες πληροφορίες είναι: Δικαιώματα προαίρεσης, Ελληνική κεφαλαιαγορά, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα, Επενδυτικές στρατηγικές, Αγορά δικαιώματος πώλησης – αγοράς, Πώληση δικαιώματος πώλησης – αγοράς. Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την προσέγγιση του θέματος της εργασίας είναι η εξής:

- Καθορισμός του στόχου και του σκοπού της μελέτης
- Έρευνα μέσω του διαδικτύου και της υπάρχουσας έντυπης βιβλιογραφίας.
- Ανάλυση του υλικού και των πληροφοριών που συγκεντρώθηκε.
- Εξαγωγή συμπερασμάτων – Διατύπωση προτάσεων.

Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία θεωρητική προσέγγιση ως προς την έννοια της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και ο προσδιορισμός των προϋποθέσεων για την είσοδο στην Κύρια και στην Παράλληλη αγορά, αλλά και στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Επίσης, προχωράμε στην εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και πραγματοποιείται παρουσίαση όλων των νομοθεσιών που διέπουν τη λειτουργία του. Στη συνέχεια, εστιάζουμε την προσοχή μας στην κατάσταση που επικρατεί σήμερα στην ελληνική κεφαλαιαγορά λόγω της οικονομικής κρίσης.

Στο επόμενο κεφάλαιο γίνεται διεξοδική παρουσίαση των χρηματοοικονομικών κινδύνων και προχωράμε στην παρουσίαση των Παράγωγων Χρηματοοικονομικών Προϊόντων. Γίνεται ανάλυση της ευρύτερης έννοιας αυτών και ο τρόπος χρήσης αλλά και η σημασία τους. Στη συνέχεια πραγματοποιείται μία πιο διεξοδική ανάλυση της έννοιας για κάθε μία κατηγορία των παραγώγων (Προθεσμιακά Συμβόλαια, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Δικαιώματα Προαίρεσης, Ανταλλαγές, Λοιπά Παράγωγα). Έπειτα, προχωράμε στην προβολή των πλεονεκτημάτων από την χρήση των παραγώγων.

Στο 3^ο κεφάλαιο εστιάζουμε την προσοχή μας στα δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών. Διατυπώνεται η ευρύτερη έννοια του όρου και αναλύονται οι

κατηγορίες που περιλαμβάνουν. Ακολουθεί μία παρουσίαση των χαρακτηριστικών των δικαιωμάτων και του τρόπου εφαρμογή τους. Το παρόν κεφάλαιο ολοκληρώνεται με την απεικόνιση και ανάλυση διαγραμμάτων που αφορούν τα δικαιώματα προαίρεσης επί των μετοχών.

Στο τελευταίο κεφάλαιο προχωράμε στην εξέταση των στρατηγικών των δικαιωμάτων προαίρεσης. Πραγματοποιείται ανάλυση με τη βοήθεια παραδειγμάτων της Καλυμμένης Πώλησης Δικαιώματος Αγοράς – Πώλησης και του Προστατευτικού Δικαιώματος Αγοράς – Πώλησης. Στη συνέχεια επικεντρωνόμαστε στις στρατηγικές Straddle και Strangle. Έπειτα, γίνεται μία πιο αναλυτική παρουσίαση της στρατηγικής Spreads, καθώς αναλύονται η έννοια και οι κατηγορίες, το Κάθετο Spread με προσδοκίες ανατιμής, το Κάθετο Spread με προσδοκίες υποτιμής, η Στρατηγική Butterfly Spread και η Στρατηγική Box Spread.

Η εργασία ολοκληρώνεται με την καταγραφή των γενικών συμπερασμάτων όπως προέκυψαν από την έρευνα που πραγματοποιήθηκε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

1.1 Η έννοια της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και οι προϋποθέσεις εισόδου

Ως κεφαλαιαγορά (capital market) καλείται η αγορά κατά την οποία επιζητούνται και παρέχονται κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια, προσφέρονται από τους αποταμιευτές είτε προς το ίδιο το κράτος, είτε προς τις επιχειρήσεις. Προκειμένου μία επιχείρηση να αποκτήσει τα συγκεκριμένα κεφάλαια και να επενδύσει σε παραγωγικά μέσα, προχωρά στη πώληση των μετοχών και ομολογιών προς το κοινό που ενδιαφέρεται να τις αγοράσει. Πρόκειται επομένως, για μία διαδικασία, κατά την οποία ο εκάστοτε αγοραστής γίνεται πλέον ιδιοκτήτης ή δανειστής¹. Επιπρόσθετα, κατά την αγορά των μετοχών οι επενδυτές αποκτούν δικαιώματα απέναντι στην επιχείρηση, πράγμα όμως που δεν συμβαίνει με την αγορά των ομολόγων. Έτσι λοιπόν, διαμορφώνεται μία νέα μορφή αγοράς, μέσα από την οποία μπορούν να προμηθευτούν εταιρικά κεφάλαια αορίστου χρόνου².

Ωστόσο, για την πραγματοποίηση της έκδοσης των αξιών είναι απαραίτητες κάποιες διαδικασίες, στις οποίες δεν δύναται να ανταποκριθούν οι εταιρείες με αποτέλεσμα να ανατρέχουν σε μεσάζοντες (investment bankers). Στην χώρα μας, ως μεσάζοντες θεωρούνται κατά βάση τα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες (ΑΧΕ) και οι Εταιρείες Παροχής Επενδυτικές Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ). Βασική αρμοδιότητα των μεσάζοντων είναι η συνεργασία και οι συμβουλές ως προς τη μελέτη της αγοράς με σκοπό να διατυπώνονται οι όροι έκδοσης και τα κύρια χαρακτηριστικά. Αυτό γίνεται προκειμένου να γίνει πιο ελκυστική μια αξία στο κοινό, η τιμή πώλησης αλλά και ο χρόνος έκδοσης. Ακόμη, οι μεσάζοντες είναι εκπαιδευμένοι όσον αφορά τη διαμόρφωση του Ενημερωτικού Δελτίου που οφείλουν να υποβάλλουν οι αγοραστές στο Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς³.

¹ Αλεξάκης Παναγιώτης, (2006), «Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές εξελίξεις», εκδ. Ελλην, Αθήνα

² Δελλή Βασιλική – Χριστίνα, (2007), «Επενδυτικές στρατηγικές – Ελληνικό Χρηματιστήριο 2002-2005», Διπλωματική εργασία, τμήμα Οικιακής Οικονομίας και Οικολογίας, Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο, Αθήνα

³ Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα

Στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά οι αγοραστές και οι πωλητές μπορούν να διαπραγματευτούν⁴:

- Ομόλογα του Δημοσίου
- Χρεόγραφα (μετοχές, δικαιώματα και ομόλογα) που εκδόθηκαν από τις επιχειρήσεις για τη χρηματοδότησή τους.
- Παράγωγα

Τα εταιρικά χρεόγραφα διαπραγματεύονται:

- στην Κύρια Αγορά,
- στην Παράλληλη Αγορά,
- στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA),
- και στην Αγορά Ομολόγων.

Λόγω του ότι υφίστανται αυστηρές προϋποθέσεις για την εισαγωγή μετοχών των επιχειρήσεων στην Κύρια Αγορά και εξαιτίας της αδυναμίας των μικρότερων επιχειρήσεων να τις λάβουν υπόψη, διαμορφώθηκε η λειτουργία της Παράλληλης Αγοράς. Ως Χρηματιστηριακή αγορά καλείται η δομή, στην οποία διαπραγματεύονται μετοχές και ομόλογα, αλλά και ο μηχανισμός με τον οποίο λειτουργεί και εποπτεύεται. Η Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA), θεσπίστηκε με το νόμο 2733/99 και ξεκίνησε τη λειτουργία της την περίοδο του 2001 με την εισαγωγή της πρώτης εταιρίας (Unibrain) για διαπραγμάτευση. Σκοπός της ίδρυσης της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς υπήρξε η εισαγωγή μετοχών μικρομεσαίων επιχειρήσεων που δεν διέθεταν τις απαραίτητες προδιαγραφές για εισαγωγή τους στη Κύρια ή στη Παράλληλη αγορά⁵.

1.1.1 Προϋποθέσεις εισόδου στην Κύρια Αγορά

Όσον αφορά τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται από την μεριά της επιχείρησης για να εισαγάγει τις μετοχές της στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστήριο Αθηνών είναι οι εξής⁶:

- *Να διαθέτει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων ίσο με €11.738.811,45.*

⁴ Δελλή Βασιλική – Χριστίνα, (2007), «Επενδυτικές στρατηγικές – Ελληνικό Χρηματιστήριο 2002-2005», Διπλωματική εργασία, τμήμα Οικιακής Οικονομίας και Οικολογίας, Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο, Αθήνα

⁵ Αλεξιάκης Παναγιώτης, (2006), «Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές εξελίξεις», εκδ. Ελλήν, Αθήνα

⁶ Χούφσμιντ Γ., Παυλόπουλος Γ., Κοτζιάς Ν., (2006), «Πολιτική οικονομία των χρηματιστηριακών αγορών», εκδ. Καστανιώτη, Αθήνα

- Να έχει δημοσιεύσει νόμιμα τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της τα τελευταία 3 χρόνια.
- Να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό λογιστή.
- Να εκδώσει ενημερωτικό δελτίο.
- Να πετύχει ικανοποιητική διασπορά των μετοχών της. Η εν λόγω διασπορά επιτυγχάνεται όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας.

1.1.2 Προϋποθέσεις εισόδου στην Παράλληλη Αγορά

Μερικές από τις βασικές προϋποθέσεις για την εισαγωγή μιας επιχείρησης στην Παράλληλη Αγορά είναι οι ακόλουθες⁷:

- Ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων ίσο με €2.934.702,86.
- Δημοσίευση των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων για τις 2 τελευταίες οικονομικές χρήσεις.
- Ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση με βάση τον τελευταίο ισολογισμό. Οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πρέπει να είναι ελεγμένες από ορκωτό λογιστή.
- Ύπαρξη αναδόχου και έκδοση ενημερωτικού δελτίου.
- Ικανοποιητική διασπορά των μετοχών της εταιρείας. Η εν λόγω διασπορά επιτυγχάνεται όταν οι μετοχές, που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής, είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό μέχρι ποσοστού τουλάχιστον 15% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Η δημόσια εγγραφή γίνεται με παρόμοιο τρόπο με την Κύρια Αγορά.

⁷ Χούφσμιντ Γ., Παυλόπουλος Γ., Κοτζιάς Ν., (2006), «Πολιτική οικονομία των χρηματιστηριακών αγορών», εκδ. Καστανιώτη, Αθήνα

1.1.3 Προϋποθέσεις εισόδου Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά

Τα κριτήρια για την έγκριση της εισαγωγής εταιριών στη NEXA είναι τα εξής (Δελλή Βασιλική – Χριστίνα, 2007):

- **Ίδια κεφάλαια:** Το ελάχιστο ύψος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας θα πρέπει να είναι ίσο με €586.940,57 για την οικονομική χρήση που προηγείται της αίτησης εισαγωγής στο ΧΑ.
- **Δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων:** Η εκδότρια εταιρεία πρέπει να έχει δημοσιεύσει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της ως ανώνυμη εταιρεία για δύο τουλάχιστον οικονομικές χρήσεις που προηγούνται της υποβολής της αίτησης εισαγωγής. Οι οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να έχουν ελεγχθεί από ορκωτό ελεγκτή.
- **Φορολογικός έλεγχος:** Η προς εισαγωγή εταιρεία πρέπει να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης.
- **Δέσμευση μετοχών:** Οι μέτοχοι με ποσοστό ιδιοκτησίας άνω του 5% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου απαγορεύεται να μεταβιβάσουν 80% των μετοχών τους κατά το πρώτο έτος διαπραγμάτευσης στη NEXA, και 50% κατά το δεύτερο και τρίτο έτος. Σε κάθε περίπτωση, το 80% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας πρέπει να είναι δεσμευμένο πριν από τη κατάθεση αίτησης για εισαγωγή στη NEXA.
- **Δημόσια εγγραφή και διασπορά:** Η εταιρεία οφείλει να προσφέρει στο επενδυτικό κοινό τουλάχιστον 100.000 μετοχές αξίας τουλάχιστον €733.675,72. Από τη διάθεση των μετοχών αυτών ποσοστό τουλάχιστον 80% πρέπει να προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας. Η εταιρεία θα πρέπει να εξασφαλίσει την επαρκή διασπορά των μετοχών της διανέμοντας στο ευρύ επενδυτικό κοινό τουλάχιστον 20% των μετοχών που πρόκειται να εισαχθούν. Οι μετοχές θα πρέπει να διανεμηθούν σε τουλάχιστον 150 επενδυτές έκαστος των οποίων δεν θα πρέπει να έχει στην κατοχή του μετοχές που η αξία τους θα υπερβαίνει το 2% του αριθμού των προς εισαγωγή μετοχών.
- **Επενδυτικό σχέδιο:** Η υποβολή επενδυτικού σχεδίου για αυτές τις εταιρείες αποτελεί στοιχείο βαρύνουσας σημασίας καθώς ο ποιοτικός χαρακτήρας (νέα, δυναμική, καινοτόμα) που θα καθορίσει την εισαγωγή της εταιρείας στην εν λόγω αγορά θα διαφανεί κυρίως από αυτό. Το σχέδιο αυτό πρέπει να αφορά την

πορεία της για τα επόμενα 3 χρόνια και συντάσσεται με ευθύνη του ανάδοχου. Στο επιχειρηματικό σχέδιο πρέπει να γίνεται αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της εταιρείας και των μέσων που προτίθεται να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη των αναπτυξιακών της στόχων. Η εταιρεία πριν την δημόσια εγγραφή πρέπει να συντάζει και να δημοσιεύσει ενημερωτικό δελτίο.

- **Ανάδοχος:** Ο ανάδοχος εγγυάται την πλήρη κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου μέσω δημόσιας εγγραφής και οφείλει να παρακολουθεί και να ενημερώνει το κοινό για την πρόοδο του επενδυτικού σχεδίου και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας. Η εταιρεία μπορεί να ορίσει περισσότερους του ενός αναδόχους που ευθύνονται εις όλο. Η υπογραφή του ενημερωτικού δελτίου γίνεται από τον ορισθέντα ως κύριο ανάδοχο.

1.2 Η έννοια και η εξέλιξη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών

Με τον όρο Χρηματιστήριο καλείται ο τόπος συνάντησης αγοραστών και πωλητών μετοχών, ομολόγων, προϊόντων. Όταν μιλάμε για το Χρηματιστήριο αναφερόμαστε κυρίως στο θεσμό και όχι μόνο στον τόπο. Σε γενικές γραμμές τα Χρηματιστήρια διευκολύνουν τις συναλλαγές γιατί επιτρέπουν στους εκπροσώπους της προσφοράς και της ζήτησης ορισμένων αγαθών να συναντώνται σε ορισμένο χώρο και χρόνο. Ακόμη, επιτρέπουν την ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών των αγαθών, με βάση το θεμελιώδη νόμο της προσφοράς και της ζήτησης και έτσι αποφεύγεται ή περιορίζεται ο κίνδυνος της δημιουργίας τεχνητών τιμών⁸.

Στην Ελλάδα, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών θεσπίστηκε την περίοδο του 1934. Οι πρώτες μετοχές που διαπραγματεύθηκαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών ήταν της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, της Ναυτικής Τράπεζας ο «Αρχάγγελος», της Γενικής Πιστωτικής Τράπεζας και της Τράπεζας Βιομηχανικής Πίστεως. Μεταξύ της χρονικής περιόδου 1956-1965, προέκυψαν κάποιοι προβληματισμοί ως προς την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς, τον εκσυγχρονισμό του Χρηματιστηρίου και τη διάδοση της ιδέας στον «αστικοποιούμενο» ελληνικό πληθυσμό. Πέντε χρόνια

⁸ Αλεξιάκης Παναγιώτης, (2006), «Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές εξελίξεις», εκδ. Ελλήν, Αθήνα

αργότερα, οι χρηματιστηριακές εξάρσεις απασχολούσαν μικρή μερίδα του πληθυσμού της Αθήνας. Έπειτα, τη τριετία 1970-1973, πραγματοποιείται η πρώτη απόπειρα χρηματοδότησης της οικονομικής ανάπτυξης, μέσω των μετοχοποιήσεων και των δημόσιων εγγραφών⁹.

Πολλά χρόνια αργότερα, και συγκεκριμένα το 1990, ήταν η πρώτη φορά που το Χρηματιστήριο Αξιών επιτελούσε τον οικονομικό του ρόλο, μέσα από την χρηματοδότηση αξιόπιστων κεφαλαίων ως προς την ανάπτυξη των εταιρειών αλλά και της οικονομίας. Ωστόσο από το 1996 και μετά, το ελληνικό χρηματιστήριο, αν και βρισκόταν στη φάση της ανάπτυξης λόγω των χαμηλών επιτοκίων, και των αποκρατικοποιήσεων, παρατηρείται μία σημαντική άνοδος στο γενικό δείκτη τιμών με αποτέλεσμα να γίνει μαζική συμμετοχή, η οποία οδήγησε στην πτώση του Σεπτεμβρίου του 1999¹⁰.

Έχοντας ξεπεράσει κατά κάποιο τρόπο το μεγάλο χτύπημα της πτώσης του, το ΧΑΑ, την περίοδο του 2001, αποτελούσε πλέον ένα ηλεκτρονικό χρηματιστήριο. Πλέον, οι χρηματιστηριακές συναλλαγές πραγματοποιούνται μόνον από τα γραφεία των χρηματιστηριακών εταιρειών (ΑΧΕ).

1.3 Νομοθετικό πλαίσιο

Όσον αφορά τη λειτουργία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου έχουν θεσπιστεί κατά καιρούς κάποιοι νόμοι και διατάγματα, όπου είναι τα εξής¹¹:

- **1876:** *Περίοδος ίδρυσης του ΧΑΑ - Έκδοση του αρχικού κανονισμού λειτουργίας του.*
- **1909:** *Τροποποίηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.*
- **1918:** *Νόμος 1308 - Οργάνωση του ΧΑΑ ως δημόσια οντότητα.*
- **1928:** *Νόμος 3632 – Προσδιορισμός των αρμοδιοτήτων και των υποχρεώσεων των χρηματιστών και των μεσιτών.*

⁹ Κοδέλλα Θ., Μανιδάκης Ξ., (2011), «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Αδυναμίες και Προοπτικές σε περίοδο οικονομικής κρίσης», Πτυχιακή εργασία, τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, ΤΕΙ Κρήτης, Ηράκλειο

¹⁰ Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα

¹¹ Δελλή Βασιλική – Χριστίνα, (2007), «Επενδυτικές στρατηγικές – Ελληνικό Χρηματιστήριο 2002-2005», Διπλωματική εργασία, τμήμα Οικιακής Οικονομίας και Οικολογίας, Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο, Αθήνα

- **1985:** Π.Δ. 348, 350 και 360 - Καθορισμός των όρων για την εισαγωγή κινητών αξιών στο Χρηματιστήριο και των καθηκόντων των εκδοτών κινητών αξιών που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ.
- **1988:** Νόμος 1806 – Καθιέρωση νέων ρυθμίσεων ως προς τη λειτουργία του ΧΑΑ - Προσδιορισμός του νομοθετικού πλαισίου για τη καθιέρωση της Παράλληλης Αγοράς και τη λειτουργία του Αποθετηρίου Τίτλων.
- **1989:** Υ.Α. 6250/Β508 - Ορισμός των νομικών και χρηματοοικονομικών καθηκόντων των μελών του ΧΑΑ. Υ.Α 6281/Β - Ορισμός του είδους της πληροφόρησης που θα πρέπει να παρέχεται μέσω του Ημερήσιου Δελτίου Τιμών.
- **1990:** Νόμος 1892 - Ίδρυση της Εταιρίας Αποθετηρίων Τίτλων με τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας.
- **1991:** Νόμος 1969 - Σύσταση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ως νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, αρμόδιο για την άσκηση εποπτείας και ελέγχου στον ευρύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα, με σκοπό την προστασία των επενδυτών. Ρύθμιση του τρόπου λειτουργίας των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- **1992:** Π.Δ 50/92 - Καθορισμός του είδους των πληροφοριών και των διαδικασιών που θα πρέπει να ακολουθούνται για την αποδοχή του. Π.Δ 51 - Καθορισμός της πληροφόρησης που θα πρέπει να δημοσιεύεται σε περιπτώσεις απόκτησης και εκχώρησης σημαντικής συμμετοχής σε εταιρεία της οποίας οι μετοχές είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ. Π.Δ 53 - Καθορισμός του νομικού πλαισίου κατά της διασποράς εμπιστευτικής ή και εσωτερικής πληροφόρησης.
- **1993:** Νόμος 2166 - Ενίσχυση του ρόλου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- **1994:** Νόμος 2198 - Απλοποίηση των αξιόγραφων του Ελληνικού Δημοσίου.
- **1995:** Νόμος 2324 - Μετατροπή του ΧΑΑ σε ανώνυμη εταιρεία. Νόμος 2328 (άρθρο 15) - Υποχρέωση όλων των ανώνυμων εταιρειών να μετατρέψουν τις μετοχές τους σε ονομαστικές μέχρι φυσικού προσώπου.
- **1996:** Νόμος 2396 - Κοινοτικές οδηγίες περί Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών και περί Επάρκειας Ιδίων Κεφαλαίων των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών. Νόμος 2414 και 2372 – Ρύθμιση θεμάτων που αφορούσαν την ονομαστικοποίηση των μετοχών. Νόμος 2374 - Νομικό πλαίσιο για την έναρξη των αποκρατικοποιήσεων μέσω της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

- **1997:** Νόμος 2471 - Εισήγηση του Επικουρικού Κεφαλείου Εκκαθάρισης Συναλλαγών.
- **1997:** Νόμος 2533 - Σύσταση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Προϊόντων, την Παράλληλη Αγορά Αναδυομένων Κεφαλαιαγορών, αναμόρφωση της νομοθεσίας για το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο, που μετονομάστηκε σε Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών, και καθορισμός της διαδικασίας για τη μετοχοποίηση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
- **1998:** Νόμος 2651/98 - Αναμόρφωση του πλαισίου εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο.
- **1999:** Υ.Α. Αριθ. 2063/Β.69/1999 - Αναμόρφωση του πλαισίου εισαγωγής των μετοχών και ομολογιών ανωνύμων εταιριών στην Παράλληλη Αγορά του Χ.Α.Α. Νόμος 2733 - Σύσταση της Νέας Χρηματιστηριακής Αγοράς.
- **2000:** 5/204/14-11-2000 - Υποχρέωση των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών να ακολουθήσουν συγκεκριμένους κανόνες συμπεριφοράς για τη λειτουργία και την δράση τους.
- **2001:** Ν. 2892/2001 - Τροποποίηση των άρθρων 11, 13 και 16 του κ.ν. 2190/1920, που αφορούν σε μείωση της περιόδου άσκησης του δικαιώματος προτίμησης καθώς και αγορά από εισηγμένη εταιρία δικών της μετόχων.
- **2002:** Ο Νόμος 3016/17-5-2002 - Καθορισμός υποχρεωτικών κανόνων συμπεριφοράς για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεις.
- **2003:** Νόμος 3152/2003 - Ίδρυση και εποπτεία χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών, νέες αρμοδιότητες της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και τροποποιήσεις χρηματιστηριακής νομοθεσίας και άλλες διατάξεις.
- **2004:** Φ.Ε.Κ. Β' 900/16-6-2004 - Έγκριση του Κανονισμού Χρηματιστηρίου Αθηνών Α.Ε. ΦΕΚ Β' 901/16-6-2004 - Λειτουργία παράλληλης αγοράς χρηματιστηρίου του άρθρου 32 του Νόμου 1806/1988. ΦΕΚ Β' 1746/26-11-2004 - Κατηγοριοποίηση αμοιβαίων κεφαλαίων του ν. 3283/2004. Φ.Ε.Κ Β' 1884/20-12-2004 - Τροποποίηση του Κανονισμού Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων.
- **2005:** Νόμος 3340/2005 - ΦΕΚ. Α' 112/10-5-2005 - Προστασία της Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και πράξεις χειραγώγησης της αγοράς.

- **2006:** Τροποποίηση της απόφασης 1/380/4-5-2006 - Διοικητικού Συμβουλίου της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «Εκποίηση ενσώματων ονομαστικών μετοχών».
- **2007:** ΦΕΚ 91Α' -30/4/2007 - Προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και άλλες διατάξεις. ΦΕΚ 189Α' -8-8-2007 - Αναμόρφωση και τροποποίηση του κωδικοποιημένου νόμου 2190/1920 «Περί ανωνύμων εταιριών».
- **2008:** ΦΕΚ Β/2256 Β/5-11-2008 - Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση του Κανονισμού του ΧΑΑ..
- **2009:** Υπ' αριθμ. 1/503/13-3-2009 - Αποδεκτή πρακτική αγοράς, για αγορά από εισηγμένη εταιρεία ιδίων μετοχών και τη διακράτηση τους για μελλοντική απόκτηση μετοχών άλλης εταιρίας, εφόσον διενεργείται σύμφωνα με τους όρους που προβλέπονται στη σχετική απόφαση.
- **2010:** Απόφαση ΕΚ 3/563/23-9-2010 - Τροποποίηση του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε.
- **2011:** ΠΟΛ 1064 31-3-2011 - Πώληση μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών ή σε αλλοδαπά χρηματιστήρια που διενεργούνταν από την 1^η μέχρι 29 Απριλίου 2011.

1.4 Η ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την περίοδο της κρίσης

Εδώ και κάποια χρόνια, η ελληνική κεφαλαιαγορά ακολούθησε σημαντικά βήματα, τα οποία αφορούν μεταρρυθμίσεις και ενέργειες, εκ των οποίων οι σημαντικότερες ήταν¹²:

- Νομική μορφή του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) ως Ανώνυμη Εταιρία.
- Δημιουργία ηλεκτρονικής δευτερογενούς αγοράς τίτλων σταθερού εισοδήματος.
- Διάθεση του μετοχικού κεφαλαίου του ΧΑΑ.

¹² Σταματούλα Όλγα, (2009), «Η διαχείριση των κρίσεων στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά», Διπλωματική εργασία, τμήμα Πληροφορικής και Οικονομικών Επιστημών, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο, Θεσσαλονίκη

- Δημιουργία Παράλληλης Αγοράς Αναδυόμενων Αγορών.
- Εισαγωγή παραγώγων χρηματιστηριακών προϊόντων.
- Αποϋλοποίηση των μετοχικών τίτλων .
- Ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.
- Μείωση του κόστους των συναλλαγών
- Ανάπτυξη ενός ολοκληρωμένου ηλεκτρονικού συστήματος συναλλαγών.
- Συνεργασία με τους Financial Times για τη δημιουργία Κοινών Δεικτών FTSE/XAA και η προβολή του XAA, ιδιαίτερα στο εξωτερικό.
- Αισθητή βελτίωση της διαφάνειας, του ελέγχου της αγοράς και της διασποράς της πληροφόρησης

Ωστόσο όμως, λόγω της οικονομικής κρίσης που έχει κατακλίσει την Ελληνική αγορά από το 2009 έως και σήμερα, το XAA δεν είχε αντιμετωπίσει στην μέχρι τώρα πορεία κάτι ανάλογο. Ο απολογισμός της κρίσης για το XAA ήταν η πλήρης κατάρρευση των οικονομικών δεικτών, των κεφαλαιοποιήσεων, των αποδόσεων και των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών από το 2007 μέχρι σήμερα βρίσκεται κάτω από τις 1000 μονάδες. Το γεγονός αυτό είναι αποτέλεσμα των διεθνών εξελίξεων, διότι το Ελληνικό Χρηματιστήριο επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό¹³.

¹³ Κοδέλλα Θ., Μανιδάκης Ξ., (2011), «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Αδυναμίες και Προοπτικές σε περίοδο οικονομικής κρίσης», Πτυχιακή εργασία, τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, ΤΕΙ Κρήτης, Ηράκλειο

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

2.1 Χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι

Το τελευταίο χρονικό διάστημα το χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχει αλλάξει ριζικά ως προς την χρήση και την ανάπτυξη της νέας τεχνολογίας, την απελευθέρωση και παγκοσμιοποίηση των αγορών του, την ανάπτυξη νέων εξειδικευμένων και πολύπλοκων χρηματοοικονομικών προϊόντων, την εμφάνιση νέων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών αγορών, τον έντονο ανταγωνισμό και τη θεαματική ανάπτυξη των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων¹⁴.

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, είτε χρησιμοποιούνται για άντληση κεφαλαίων είτε για επένδυση στις χρηματοοικονομικές αγορές. Χαρακτηριστικό γνώρισμα των προϊόντων αυτών είναι ότι, όσο πιο οργανωμένη και ανεπτυγμένη είναι μια αγορά, τόσο πιο αποτελεσματική είναι η διακίνηση τους. Ορισμένες από τις αγορές αυτές είναι η Εγχώρια Αγορά Συναλλάγματος, η Χρηματαγορά, η Διατραπεζική Αγορά του Ευρώ, η Κεφαλαιαγορά, η Διεθνής Αγοράς Συναλλάγματος κ.λπ¹⁵.

Επιπλέον, διακινούνται μέσω της έμμεσης ή της άμεσης χρηματοδότησης, αφού διαμορφωθούν με το καταλληλότερο τρόπο από τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως Τράπεζες, Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης κ.λπ., προκειμένου να γίνει πιο εύκολη και γρήγορη η μεταφορά των κεφαλαίων. Κύρια χαρακτηριστικά των συντελούμενων μεταβολών είναι η ανάπτυξη διαδικασιών και θεσμών για την εύκολη και ταχεία πρόσβαση στις αγορές κάθε ενδιαφερόμενου (επενδυτή ή δανειζόμενου) και η τιμολόγηση των χρηματοοικονομικών προϊόντων στις αγορές. Το αποτέλεσμα της τιμολόγησης αφορά έννοιες, όπως απόδοση στη λήξη, επιτόκιο Euribor, επιτόκιο Libor, Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων¹⁶.

¹⁴ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

¹⁵ Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ευγ. Μένου, Αθήνα

¹⁶ Χούφσμιντ Γ., Παυλόπουλος Γ., Κοτζιάς Ν., (2006), «Πολιτική οικονομία των χρηματιστηριακών αγορών», εκδ. Καστανιώτη, Αθήνα

Προχωρώντας παρακάτω ισχύει πως τον κύριο ρόλο στον εκσυγχρονισμό και στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος παίζει το νέο θεσμικό πλαίσιο που αφορά είτε ανάπτυξη ενός νέου πλαισίου βασισμένου στα νέα δεδομένα, είτε τροποποίηση του ήδη υπάρχοντος θεσμικού πλαισίου. Στην Ελλάδα, το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των Πιστωτικών Ιδρυμάτων διαμορφώνεται ανάλογα με τις απαιτήσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης και περιστρέφεται γύρω από τις βλέψεις των υπόλοιπων κρατών – μελών¹⁷.

Το γεγονός αυτό αφορά τόσο την αντιμετώπιση προβλημάτων φερεγγυότητας και επάρκειας κεφαλαίων των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όσο και τα προσφερόμενα προϊόντα και τις υπηρεσίες. Επίσης, αφορά και την αντιμετώπιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Ως κίνδυνο καλούμε κάθε απόκλιση ή διασπορά γύρω από την αναμενόμενη τιμή και χρηματοοικονομικός κίνδυνος κάθε απόκλιση από την αναμενόμενη απόδοση. Λόγω του ότι η θετική απόκλιση δεν απασχολεί και πολλούς, καθότι είναι κέρδος, ως χρηματοοικονομικός κίνδυνος, είναι το ενδεχόμενο ζημιάς εξαιτίας των αρνητικών διακυμάνσεων στην αγορά αντίθετων με τη θέση, θετική ή αρνητική, που κατέχει κάποιος επενδυτής ή δανειζόμενος.

Σε γενικές γραμμές, οι παραδοσιακοί χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι, όπως ο κίνδυνος ρευστότητας και ο πιστωτικός κίνδυνος που δημιουργούνται από την παραδοσιακή διαμεσολαβητική λειτουργία χρηματοοικονομικών αγορών και χρηματοπιστωτικών οργανισμών, θεωρούνται πιο πολύπλοκοι και απαιτούν μεγαλύτερη αντιμετώπιση, διαχείριση και μέτρηση¹⁸.

Στις μέρες μας υφίστανται και οι κίνδυνοι αγοράς, οι οποίοι δημιουργήθηκαν από την απελευθέρωση των αγορών. Οι κυριότεροι από τους κινδύνους αυτούς είναι της ρευστοποίησης, του συναλλάγματος, της επενδυτικής θέσης ή τιμών, του εισοδήματος, του διακανονισμού και του χρηματιστηρίου. Πέρα όμως από αυτούς, υπάρχουν και άλλοι κίνδυνοι, όπως ο κίνδυνος χώρας, ο νομικός κίνδυνος, οι περιβαλλοντικοί κίνδυνοι, ο κλαδικός κίνδυνος, οι εξωτερικοί κίνδυνοι κ.λπ. Η συνεχής ανάπτυξη των κινδύνων επέφερε την ανάγκη μέτρησης, διαχείρισης και

¹⁷ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

¹⁸ Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα

αντιστάθμισης αυτών. Η μέτρηση τους πραγματοποιείται με συγκεκριμένες μεθόδους ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του κάθε κινδύνου¹⁹.

Για παράδειγμα, η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου γίνεται με μεθόδους credit scoring ή κατάταξης δανειζόμενων σε κατηγορίες ανάλογα με το πώς θα καλύψουν τις υποχρεώσεις τους. Στη πορεία, με γνώμονα την πιθανότητα ανά κατηγορία υπολογίζεται η αναμενόμενη ζημιά. Από την άλλη πλευρά, ο κίνδυνος ρευστότητας μετράται και αντιμετωπίζεται με μεθόδους υπολογισμού ανοιγμάτων. Όσον αφορά τη μέτρηση του κινδύνου επιτοκίων χρησιμοποιούνται οι μέθοδοι Modified Duration (Τροποποιημένος Δείκτης Διάρκειας) και όσο για τη μέτρηση του κινδύνου μεταβολής του εισοδήματος γίνεται με την μέθοδο ανάλυσης των ανοιγμάτων²⁰.

Η μέτρηση του κινδύνου χρηματιστηρίου ή χαρτοφυλακίου πραγματοποιείται με τον υπολογισμό της τυπικής απόκλισης, του Beta ή του CAPM της επένδυσης (χαρτοφυλακίου) ή της μετοχής. Η ανάλυση της ευαισθησίας των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι η βάση για τη μέτρηση του συναλλαγματικού κινδύνου²¹.

Επιπλέον, έχουν σχεδιαστεί μέθοδοι ως προς τη συνολική μέτρηση όλων των κινδύνων η μέθοδος Total Risk Management και η μέθοδος Value at Risk (VAR). Μετά την αναγνώριση και την μέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων είναι η διαχείριση και η αντιστάθμιση αυτών. Η αντιστάθμιση αλλά και η διαχείριση των κυριότερων χρηματοοικονομικών κινδύνων πραγματοποιείται κατά βάση με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων²².

2.2 Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα

Η διαμόρφωση, η λειτουργία και η εφαρμογή των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, στηρίζονται κυρίως, σε ήδη υπάρχοντα χρηματοοικονομικά προϊόντα ή σε υποκείμενους τίτλους, όπως είναι για παράδειγμα

¹⁹ Αλεξιάκης Παναγιώτης, (2006), «Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές εξελίξεις», εκδ. Ελλην, Αθήνα

²⁰ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

²¹ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

²² Νικήτα Μάγδα, (2003), «Παράγωγα και Θέσεις», εκδ. Γρηγόρης, Αθήνα

τα ομόλογα, το συνάλλαγμα, οι μετοχές, τα επιτόκια, οι δείκτες οργανωμένων αγορών, τα δάνεια²³.

Πιο ειδικά, τα παράγωγα προϊόντα είναι συμβόλαια, των οποίων η αξία προκύπτει από ένα υποκείμενο τίτλο (μέσο). Τα πιο συνηθισμένα χρηματοοικονομικά παράγωγα, κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες:

1. *Προθεσμιακά Συμβόλαια*
2. *Μελλοντικά Συμβόλαια*
3. *Δικαιώματα Προαίρεσης*
4. *Ανταλλαγές*
5. *Λοιπά παράγωγα, όπως FRAs, Caps, Floors, Collars, Warrants.*
6. *Πιστωτικά παράγωγα*

Σε κάθε μία από τις παραπάνω κατηγορίες περιλαμβάνονται παράγωγα προϊόντων, των οποίων η λειτουργία είναι όμοια, αν και διαφέρουν ως προς την αντιμετώπιση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του κάθε υποκείμενου τίτλου. Υποκείμενος τίτλος, είναι οποιοδήποτε χρηματοοικονομικό προϊόν της χρηματαγοράς ή της κεφαλαιαγοράς, καθώς και επιτόκια, δείκτες ή νομίσματα²⁴.

Σήμερα ένας πολύ μεγάλος αριθμός παραγώγων τα οποία διαπραγματεύονται είναι απλού τύπου. Διάφορες όμως παραλλαγές στις βασικές οικονομικές δομές είχαν ως αποτέλεσμα την εμφάνιση πιο περίπλοκων και σύνθετων χρηματοοικονομικών παραγώγων για την αντιμετώπιση των νέων αναγκών και των οποίων η κατανόηση και διαχείριση είναι πιο επίπονη. Γι' αυτά τα προϊόντα η μέτρηση και διαχείριση κινδύνου μπορεί να είναι πολύ πιο περίπλοκη, αυξάνοντας σημαντικά την πιθανότητα πραγματοποίησης απρόβλεπτων ζημιών²⁵.

Οι δυσκολίες, θεωρητικές ή πρακτικές, που εμφανίζουν τα παράγωγα συντέλεσαν στην ανάπτυξη ειδικών υπηρεσιών σε κάθε χρηματοπιστωτικό οργανισμό, αλλά και στις μεγάλες επιχειρήσεις, σχετικών με τη χρήση των προϊόντων αυτών. Οι υπηρεσίες αυτές μπορεί να προσφέρονται από τους υφιστάμενους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς με την ανάπτυξη σχετικών τμημάτων, π.χ. από τα

²³ Δημητρόπουλος Παναγιώτης, (1999), «*Τα παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο*», εκδ. Φυκίρης & ΣΙΑ Ο.Ε., Αθήνα

²⁴ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «*Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

²⁵ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «*Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα*», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

πιστωτικά ιδρύματα ή από νέους οργανισμούς, τους διαπραγματευτές παραγώγων, που ιδρύονται για το σκοπό αυτό²⁶.

2.3 Χρήση και σημασία των Παραγώγων

Στην παρούσα εποχή η πρόκληση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων έχει κεντρίσει το ενδιαφέρον στις σύγχρονες χρηματοοικονομικές αγορές (χρήματος, κεφάλαιο, συναλλάγματος, επιτοκίων, χρεογράφων, κ.λπ). Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι επενδυτές αντιδρώντας στην εμφάνιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων δημιούργησαν μια σειρά χρηματοοικονομικών προϊόντων σχεδιασμένων έτσι, ώστε να ελέγχουν και να διαχειρίζονται τους κινδύνους που επιδέχεται το νέο χρηματοοικονομικό περιβάλλον²⁷.

Το αρχικό προϊόν που έλαβαν υπόψη, ήταν απλά προθεσμιακά συμβόλαια επί νομισμάτων, κατά το οποίο ο κάθε αντισυμβαλλόμενος ήταν υποχρεωμένος να αγοράσει και ο άλλος να πουλήσει μια προκαθορισμένη ποσότητα ξένου νομίσματος σε καθορισμένη ισοτιμία σε μια προσυμφωνημένη μελλοντική ημερομηνία²⁸.

Το γεγονός αυτός έδινε τη δυνατότητα στους χρήστες να αντισταθμίζουν τον κίνδυνο των μεγάλων διακυμάνσεων των ισοτιμιών. Έτσι λοιπόν, τα χρηματοοικονομικά παράγωγα σχεδιάστηκαν αρχικά για την αποτελεσματική αντιμετώπιση και αντιστάθμιση συγκεκριμένων κινδύνων²⁹.

2.4 Εισαγωγή στην έννοια των Παραγωγών

Είναι σαφώς γνωστό, ότι οι κατηγορίες των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων είναι τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα μελλοντικά συμβόλαια ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τα δικαιώματα προαίρεσης και οι ανταλλαγές. Τα παράγωγα σε γενικές γραμμές, κινούνται εκτός οργανωμένων αγορών και τα

²⁶ <http://www.iraj.gr/IRAJ/Derivatives.pdf>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

²⁷ <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/2990/1/>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

²⁸ Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών, Τμήμα Marketing, (2004), «Τα Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων»

²⁹ Νικήτα Μάγδα, (2003), «Παράγωγα και Θέσεις», εκδ. Γρηγόρης, Αθήνα

χαρακτηριστικά τους διαμορφώνονται από τους αντισυμβαλλόμενους, προκειμένου να καλύπτουν επακριβώς τις ανάγκες τους³⁰.

2.4.1 Προθεσμιακά Συμβόλαια

Τα προθεσμιακά συμβόλαια αποτελούν συμφωνίες που επιτεύχθηκαν σε μια χρονική στιγμή για την παράδοση ενός προϊόντος σε μία συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία σε τιμή που καθορίστηκε κατά τον χρόνο της σύμβασης. Οι όροι διαμορφώνονται εκτός οργανωμένων αγορών, ανάλογα με τις ανάγκες των αντισυμβαλλόμενων. Η δυνατότητα του εκάστοτε αντισυμβαλλομένου να καλύψει τους όρους του συμβολαίου εξετάζεται και εκτιμάται από τον άλλο αντισυμβαλλόμενο, ενώ η εξειδίκευση, η καταγραφή και η υλοποίηση των όρων του συμβολαίου είναι αποκλειστικά θέμα των δύο μερών. Μέσα από τη διαδικασία αυτή τα αντισυμβαλλόμενα μέρη λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο αθέτησης, ο οποίος είναι αυξημένος σε σχέση με τα συμβόλαια τα οποία διακινούνται σε οργανωμένες αγορές³¹.

Έτσι λοιπόν, προκύπτει το γεγονός ότι τα προθεσμιακά συμβόλαια διαμορφώνονται και υλοποιούνται ανάλογα με τις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων. Επιπλέον, δεν έχουν σταθερή μορφή και δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές. Ως προς τις συμφωνίες για το περιεχόμενο του συμβολαίου λαμβάνουν μέρος όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, προσδιορίζοντας την τιμή, το χρονικό ορίζοντα, την ποσότητα και κάθε άλλο αναγκαίο όρο που κρίνεται απαραίτητος για το καλό τέλος του συμβολαίου, ανάλογα με τις ανάγκες τους³².

Τα χαρακτηριστικά των προθεσμιακών συμβολαίων δεν δίνουν την δυνατότητα της επαναδιαπραγμάτευσης σε οργανωμένη ή δευτερογενή αγορά. Η εκπλήρωση των όρων τους, εξαρτάται κυρίως από την πιστοληπτική ικανότητα των δύο μερών, χωρίς την κάλυψη των εγγυήσεων που μπορεί να προσφέρει μια

³⁰ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

³¹ Μαλακός Π., Δεμίρης Χ., (1993), «Νέα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

³² Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

οργανωμένη αγορά με αποτέλεσμα να παρουσιάζουν αυξημένους κινδύνους με κυριότερο τον πιστωτικό κίνδυνο³³.

2.4.2 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης ή μελλοντικά συμβόλαια είναι νομικά δεσμευτικές συμφωνίες με τις οποίες οι αντισυμβαλλόμενοι (ένας αγοραστής και ένας πωλητής) αναλαμβάνουν την υποχρέωση να αγοράσουν ή να πουλήσουν συγκεκριμένη ποσότητα της υποκείμενης αξίας σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία και τιμή. Ο αγοραστής ενός ΣΜΕ που έχει την υποχρέωση να αγοράσει την υποκείμενη αξία σε μία μελλοντική ημερομηνία, μπορεί αν θελήσει να πουλήσει στη χρηματιστηριακή αγορά το συμβόλαιο του σε τρίτο³⁴.

Βασική διαφορά είναι ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά την τιμή, το μέγεθος ή την ποσότητα, τη διάρκεια, κ.λπ., και διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, στα Χρηματιστήρια Παραγώγων. Ακόμη, η δημιουργία και η διαπραγμάτευση τους υπόκεινται σε συγκεκριμένους κανόνες που θεσπίζονται από τις αγορές αυτές³⁵.

Οι τιμές των ΣΜΕ:

- Σε συνάλλαγμα εκφράζονται σε όρους συναλλαγματικής ισοτιμίας (εγχώριο νόμισμα διαιρεμένο με το νόμισμα της εκάστοτε χώρας).
- Σε χρηματιστηριακούς δείκτες και μετοχές εκφράζονται σε ευρώ.
- Ομόλογα εκφράζονται σε ποσοστό της ονομαστικής αξίας της ομολογίας.

Επιπλέον, η τιμή των ΣΜΕ κυμαίνεται στην αγορά ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση. Τα ΣΜΕ υπόκεινται σε καθημερινή διαδικασία αποτίμησης. Οι βασικές θέσεις σε ΣΜΕ είναι η Αγορά συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης και η Πώληση συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης. Η αξία τους εξαρτάται από το επιτόκιο. Η αγορά για μελλοντική παράδοση σημαίνει ότι τα κεφάλαια, τα οποία θα

³³ Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών, Τμήμα Marketing, (2004), «Τα Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων»

³⁴ Νικήτα Μάγδα, (2003), «Παράγωγα και Θέσεις», εκδ. Γρηγόρης, Αθήνα

³⁵ <http://www.actuar.aegean.gr/notes/Derivatives.pdf>, «Παράγωγα», προσπελάστηκε 1/2/2013

δεσμευόταν αμέσως αν αγοραζόταν το υποκείμενο εργαλείο στην τρέχουσα αγορά, παραμένουν διαθέσιμα μέχρι την ημερομηνία παράδοσης³⁶.

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει έναν δείκτη στην τρέχουσα αγορά τις υποκείμενες μετοχές χρειάζεται να δεσμεύσει κεφάλαια. Στα ΣΜΕ το κεφάλαιο δεν απαιτείται τη στιγμή της συναλλαγής αλλά σε μια μελλοντική ημερομηνία. Ο αγοραστής μπορεί να επενδύσει το κεφάλαιο σε επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, ενώ ο πωλητής ΣΜΕ χάνει τόκο στη συναλλαγή συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και εισπράττει την πώληση σε μελλοντική ημερομηνία.

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης κατατάσσονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

- Εκκαθάρισης μετρητοίς ή εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα
- Παράδοσης υποκειμένων τίτλων.

Ένα επιπλέον βασικό χαρακτηριστικό των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης είναι η δυνατότητα που παρέχουν στον κάθε αντισυμβαλλόμενο να εγκαταλείψει τη θέση του ανοίγματος αντίθετη θέση³⁷.

2.4.3 Δικαιώματα Προαίρεσης

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι συμφωνίες που δίνουν στον αγοραστή το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει από ή να πουλήσει στον πωλητή συγκεκριμένη ποσότητα της υποκείμενης αξίας, σε προκαθορισμένη μελλοντική ημερομηνία και τιμή εξάσκησης. Επιπλέον, παρέχει στον αγοραστή να παραδώσει ή να απαιτήσει την παράδοση ενός καθορισμένου αγαθού ή προϊόντος. Ο αγοραστής ανάλογα με τις συνθήκες που θα έχουν διαμορφωθεί στην αγορά αποφασίζει αν θα προβεί στη χρήση αυτού του δικαιώματος ή όχι³⁸.

Ως Υποκείμενη αξία είναι ο τίτλος ή το προϊόν το οποίο ο κάτοχος ενός δικαιώματος αγοράς (call) δικαιούται να αγοράσει και ο κάτοχος ενός δικαιώματος πώλησης (put) δικαιούται να πουλήσει.

Τα δικαιώματα προαίρεσης είναι τυποποιημένα προϊόντα, όσον αφορά τη διάρκεια, το ποσό, την τιμή και το συνολικό ύψος και, όπως και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, δημιουργούνται και διαπραγματεύονται κυρίως σε

³⁶ <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/2990/1/>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

³⁷ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

³⁸ <http://www.opengov.gr/yproian/?p=2429>, «Δικαίωμα προαίρεσης», προσπελάστηκε 1/2/2013

οργανωμένες αγορές παραγώγων. Τα χαρακτηριστικά αυτά των δικαιωμάτων προαίρεσης επιτρέπουν τη διαπραγμάτευση τους και στη δευτερογενή αγορά.

Η βασική διαφορά των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης και των δικαιωμάτων προαίρεσης αφορά στη δυνατότητα που παρέχουν τα δικαιώματα προαίρεσης στον κάτοχο τους να μην ασκήσει το συμβόλαιο του, χωρίς καμία επίπτωση γι' αυτόν, ενώ ο κάτοχος του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης πρέπει να τηρήσει τους όρους του συμβολαίου ή να εγκαταλείψει τη θέση του με αντίθετο συμβόλαιο³⁹.

Τα δικαιώματα προαίρεσης μπορεί να διαπραγματεύονται και εκτός οργανωμένων αγορών κυρίως μεταξύ επιχειρήσεων ή μεταξύ επιχειρήσεων και τραπεζών με όρους και χαρακτηριστικά που διαμορφώνουν οι αντισυμβαλλόμενοι οι οποίοι αναλαμβάνουν και τον πιστωτικό κίνδυνο⁴⁰.

2.4.4 Ανταλλαγές

Οι ανταλλαγές είναι συμφωνίες μεταξύ δύο πλευρών που αφορούν την ανταλλαγή στο μέλλον μιας σειράς εισροών ή εκροών (κεφαλαίων ή αξιών) με όρους που προσυμφωνούνται. Πιο αναλυτικά, οι ανταλλαγές είναι χρηματοοικονομικές συναλλαγές εκ των οποίων δύο οικονομικές μονάδες συμφωνούν να ανταλλάξουν μεταξύ τους στο μέλλον χρηματοοικονομικά μέσα, όπως συνάλλαγμα ή μια χρηματοοικονομική ροή ή μια σειρά χρηματοοικονομικών ροών που συνδέονται με κάποιο χρηματοπιστωτικό μέσο, όπως για παράδειγμα τόκους δανείων⁴¹.

Οι ανταλλαγές δεν θεωρούνται τυποποιημένα προϊόντα και κινούνται κυρίως εκτός οργανωμένων αγορών. Στις σύγχρονες αγορές χρήματος και κεφαλαίου έχουν αναπτυχθεί και αναπτύσσονται ακόμη πολλοί τύποι ανταλλαγών με γρήγορο ρυθμό. Τα εν λόγω χαρακτηριστικά της κάθε ανταλλαγής διαμορφώνονται από τα ενδιαφερόμενα μέρη ανάλογα με τις ανάγκες τους και τη διαπραγματευτική τους δυνατότητα⁴².

³⁹ <http://www.iraj.gr/IRAJ/Derivatives.pdf>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

⁴⁰ <http://www.opengov.gr/ypoiian/?p=2429>, «Δικαίωμα προαίρεσης», προσπελάστηκε 1/2/2013

⁴¹ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

⁴² Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

Επιπρόσθετα, δύναται να Μπορούμε διακρίνουμε ορισμένες σημαντικές κατηγορίες ανταλλαγών, οι οποίες αποτελούν το στήριγμα για την εξέλιξη των προϊόντων⁴³. Οι κύριες αυτές κατηγορίες είναι:

- Ανταλλαγές Υποχρεώσεων
- Ανταλλαγές Αξιών ή Απαιτήσεων
- Ανταλλαγές Προθεσμιακών Συμβολαίων
- Ανταλλαγές Επιτοκίων
- Swaptions (Προαίρεση που δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο της να πραγματοποιήσει ένα Swap ή να ακυρώσει ένα Swap στο μέλλον).
- Ανταλλαγές Νομισμάτων
- Ανταλλαγές Πιστωτικού Κινδύνου

2.4.5 Λοιπά παράγωγα

Ωστόσο, πέρα από τις εν λόγω κατηγορίες των παραγώγων υπάρχουν κάποια που δεν περιλαμβάνονται σε καμία από αυτές και είναι είτε Προθεσμιακές Συμφωνίες Επιτοκίων, Warrants Caps, Collars, Floors. Επιπλέον, σημαντικό προϊόν της κατηγορίας αυτής είναι το δικαίωμα προαίρεσης επί συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης⁴⁴.

Σε γενικές γραμμές οι συμμετέχοντες στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα, αναλαμβάνοντας και τους κινδύνους, διαμορφώνουν με γνώμονα πάντοτε τις εκάστοτε ανάγκες τους παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα που αποτελούν συνδυασμούς χαρακτηριστικών διαφόρων συμβολαίων. Τα προϊόντα αυτά καλούνται ως μικτά παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (hybrids)⁴⁵.

⁴³ Δημητρόπουλος Παναγιώτης, (1999), «Τα παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο», εκδ. Φυκίρης & ΣΙΑ Ο.Ε., Αθήνα

⁴⁴ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

⁴⁵ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

2.5 Οφέλη από την ανάπτυξη των Παραγώγων

Μέσα από την ανάπτυξη των παραγώγων, οι αγορές και οι επενδυτές αποκτούν κάποια πλεονεκτήματα, εφόσον η χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, γνωστοποιούν τις ενδεχόμενες διακυμάνσεις των τιμών των υποκείμενων τίτλων στο μέλλον. Με τον τρόπο αυτό γίνεται πιο εύκολη η οικονομική λειτουργία και η διαδικασία του προγραμματισμού⁴⁶.

Επιπλέον, τα παράγωγα προσθέτουν ρευστότητα στις αγορές, εφόσον μια επένδυση στους υποκείμενους τίτλους θα απαιτούσε πολλαπλάσια κεφάλαια, ενώ με τη χρήση των παραγώγων δεσμεύεται ένα ελάχιστο ποσό που αντιστοιχεί μόνο στο περιθώριο ή στο ασφάλιστρο, πράγμα που στις περισσότερες των περιπτώσεων ανέρχονται σε ένα μικρό ποσοστό της αξίας του υποκείμενου τίτλου. Εξίσου βασικά είναι τα οφέλη που προκύπτουν από τη μείωση του κόστους των συναλλαγών και από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των αγορών. Εν κατακλείδι, η ευρεία χρήση των παραγώγων συμβάλλει θετικά ως προς το σύνολο της οικονομίας, αφού συντελεί στον έλεγχο των υποκείμενων τίτλων και στη βελτίωση της τιμολόγησης τους στις υποκείμενες αγορές⁴⁷.

⁴⁶ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

⁴⁷ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΒΑΣΙΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

3.1 Έννοια των Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί των μετοχών

Όπως ήδη έχουμε αναφέρει παραπάνω ως δικαίωμα προαίρεσης (option) είναι μία συμφωνία που παρέχει στον κάτοχο του τη δυνατότητα ή το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να αγοράσει ή να πουλήσει μια δεδομένη ποσότητα ενός συγκεκριμένου υποκείμενου τίτλου, αξίας εμπορεύματος, χρεογράφου, κ.ο.κ. σε σταθερή προκαθορισμένη τιμή, την τιμή εξάσκησης (άσκησης), εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος ή στη λήξη του διαστήματος αυτού⁴⁸.

Τα δικαιώματα προαίρεσης μπορεί να δημιουργούνται είτε εκτός οργανωμένων αγορών, ή σε οργανωμένες αγορές που λειτουργούν κάτω από συγκεκριμένους κανόνες και τυποποιημένα χαρακτηριστικά. Τα χαρακτηριστικά των δικαιωμάτων που εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές σχετίζονται τόσο με τα ίδια τα δικαιώματα όσο και με την οργανωμένη αγορά στην οποία γίνεται η διαπραγμάτευση⁴⁹.

Απαραίτητο δηλαδή στοιχείο για τη διασφάλιση και λειτουργία του δικαιώματος προαίρεσης είναι η ύπαρξη ενός συμβολαίου στο οποίο καθορίζονται τα χαρακτηριστικά και οι όροι του δικαιώματος. Το συμβόλαιο του δικαιώματος προαίρεσης είναι ίσως το μόνο συμβόλαιο που επιτρέπει στον κάτοχο του, εφόσον έτσι επιλέξει, να μην τηρήσει τους όρους του⁵⁰.

Τα δικαιώματα προαίρεσης έχουν κύρια χαρακτηριστικά δικαιωμάτων που διαπραγματεύονται στις αγορές, των οποίων οι κανόνες στη βασική τους δομή είναι κοινοί και οι διαφορές είναι μικρές και αφορούν περισσότερο κάποιες λεπτομέρειες⁵¹.

Οι αγορές δικαιωμάτων προαίρεσης μπορεί να λειτουργούν αποκλειστικά με τη διαπραγμάτευση δικαιωμάτων ή μπορεί να είναι μικτές με διαπραγμάτευση

⁴⁸ Πορφύρης Ν., Ηλιάδης Ι., (2004), *«Στρατηγικές Συναλλαγών σε Δικαιώματα»*, Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων

⁴⁹ Χρηματιστήριο Αθηνών – Αγορά Παραγώγων Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, (2002), *«Βασικές Διαδικασίες για Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών»*

⁵⁰ <http://www.adex.ase.gr/AdexHomeGR/proposal/contracts/contract2/>, *«Δικαιώματα προαίρεσης σε μετοχές»*, προσπελάστηκε 1/2/2013

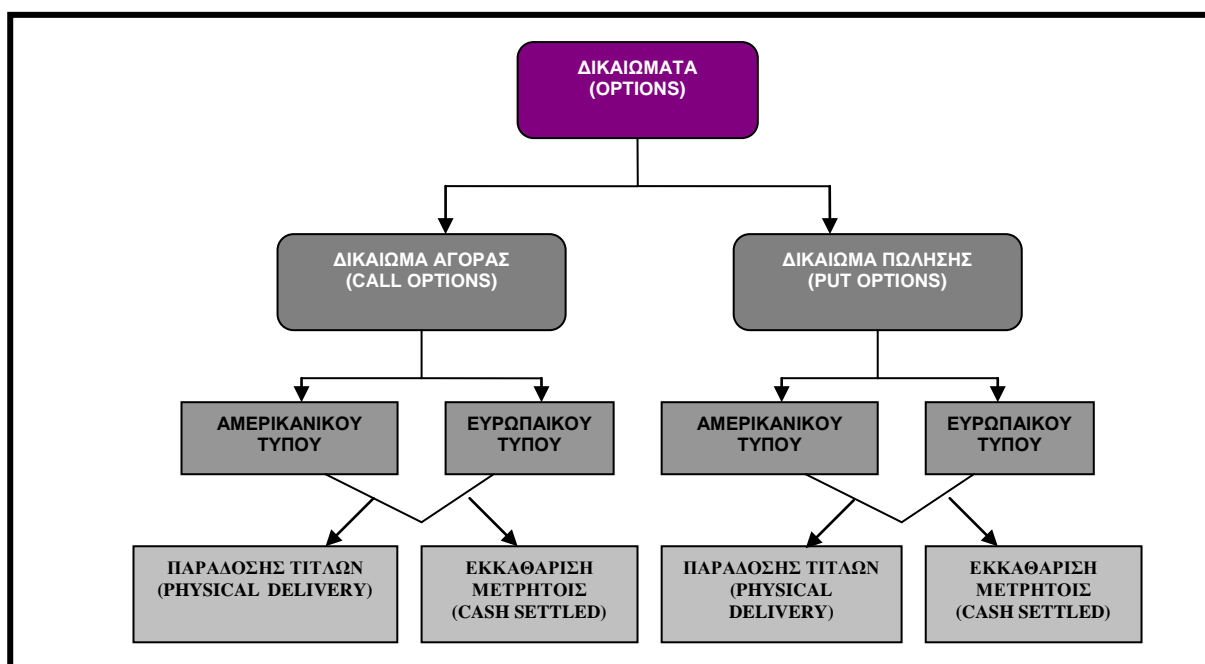
⁵¹ <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/2990/1/>, *«Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα»*, προσπελάστηκε 1/2/2013

δικαιωμάτων και μετοχών. Γνωστές αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται δικαιώματα προαίρεσης είναι οι Chicago, Board of Trade, London International Financial Futures and Options Exchange κ.ο.κ⁵².

3.2 Κατηγορίες Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί των μετοχών

Τα δικαιώματα προαίρεσης διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες, στα δικαιώματα αγοράς (call options) και στα δικαιώματα πώλησης (put options). Πέρα όμως από αυτά, με βάση τον τρόπο διακανονισμού διακρίνονται σε δικαιώματα παράδοσης υποκείμενου τίτλου ή δικαιώματα με φυσική παράδοση (physical delivery options) και δικαιώματα εκκαθάρισης μετρητοίς ή δικαιώματα εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα ή δικαιώματα χρηματικού διακανονισμού (cash settled options). Σύμφωνα με το χρόνο διακανονισμού κατηγοριοποιούνται σε δικαιώματα αμερικάνικου τύπου (American style options) και τα δικαιώματα ευρωπαϊκού τύπου (European style options) (βλ. διάγραμμα 3.2.1)⁵³.

Διάγραμμα 3.2.1: Κατηγορίες Δικαιωμάτων Προαίρεσης



Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

⁵² Τσελεπή Αγνή, (2011), «Εφαρμογή της μεθόδου των δικαιωμάτων προαίρεσης στη διοίκηση και ανάπτυξη των πληροφοριακών συστημάτων», Διπλωματική εργασία, τμήμα Πληροφορικής και Οικονομικών Επιστημών, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο, Θεσσαλονίκη

⁵³ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

3.2.1 Δικαιώματα Αγοράς

Ένα δικαίωμα αγοράς (call options) παρέχει στον κάτοχο του το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να αγοράσει στο μέλλον σε προκαθορισμένη τιμή τον υποκείμενο τίτλο που αναφέρεται στο συμβόλαιο⁵⁴.

3.2.2 Δικαιώματα Πώλησης

Ένα δικαίωμα πώλησης (put options) παρέχει στον κάτοχο του το δικαίωμα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να πουλήσει στο μέλλον σε προκαθορισμένη τιμή τον υποκείμενο τίτλο του συμβολαίου⁵⁵.

3.2.3 Δικαιώματα Παράδοσης Υποκείμενου Τίτλου

Το δικαίωμα Παράδοσης Υποκείμενου Τίτλου ή δικαίωμα με φυσική παράδοση (physical delivery options) παρέχει στον κάτοχο του το δικαίωμα, όταν και εφόσον αυτός το εξασκήσει, να παραλάβει, εάν πρόκειται για δικαίωμα αγοράς (call options), ή να παραδώσει, εάν πρόκειται για δικαίωμα πώλησης (put options), τους υποκείμενους τίτλους που αναφέρονται στο συμβολαίου⁵⁶.

3.2.4 Δικαιώματα Εκκαθάρισης Μετρητοίς

Το δικαίωμα Εκκαθάρισης Μετρητοίς δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα να λάβει, αν το επιτρέπει η θέση που κατέχει, ένα ποσό σε μετρητά, το ύψος του οποίου καθορίζεται με συγκεκριμένο τρόπο και έχει ως βάση ένα πολλαπλάσιο της διαφοράς της τιμής του υποκείμενου τίτλου, κατά το χρόνο που το δικαίωμα ασκείται, και της προκαθορισμένης τιμής που αποτελεί όρο του συμβολαίου, δηλαδή της τιμής

⁵⁴ Ξανθάκης Μ., «Συμπληρωματικές σημειώσεις για το μάθημα Αγορές Χρήματος»

⁵⁵ Χρηματιστήριο Αθηνών – Αγορά Παραγώγων Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, (2002), «Βασικές Διαδικασίες για Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών»

⁵⁶ <http://www.adex.ase.gr/AdexHomeGR/proposal/contracts/contract2/>, «Δικαιώματα προαίρεσης σε μετοχές», προσπελάστηκε 1/2/2013

εξάσκησης. Τα συγκεκριμένα δικαιώματα διακρίνονται επίσης σε δικαιώματα αγοράς (call options) και δικαιώματα πώλησης (put options)⁵⁷.

Η θέση του κατόχου ενός δικαιώματος πώλησης εκκαθάρισης μετρητοίς (cash put holder) εμφανίζει κέρδος και ο κάτοχος λαμβάνει κάποιο χρηματικό ποσό, όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά την άσκηση του συμβολαίου είναι χαμηλότερη από την προκαθορισμένη στο συμβόλαιο τιμή. Η θέση του κατόχου ενός δικαιώματος αγοράς εκκαθάρισης μετρητοίς (cash call holder) εμφανίζει κέρδος και ο κάτοχος λαμβάνει κάποιο χρηματικό ποσό, όταν η τιμή του υποκείμενου τίτλου (settlement price) κατά την εξάσκηση του συμβολαίου υπερβαίνει την προκαθορισμένη στο συμβόλαιο τιμή (exercise price)⁵⁸.

3.2.5 Δικαιώματα Αμερικάνικου και Ευρωπαϊκού τύπου

Τα δικαιώματα ευρωπαϊκού τύπου (European style options) εξασκούνται μόνο κατά την ημερομηνία λήξεως τους. Τα δικαιώματα αμερικάνικου τύπου (American style options) μπορούν να εξασκηθούν οποιαδήποτε ημέρα από την έκδοση τους έως τη λήξη τους⁵⁹.

3.3 Χαρακτηριστικά Δικαιωμάτων Προαίρεσης επί των μετοχών

Ένα δικαίωμα προαίρεσης δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να αγοράσει ή να πουλήσει σε συγκεκριμένη προκαθορισμένη τιμή ένα χρηματοοικονομικό προϊόν. Το προϊόν αυτό στα δικαιώματα επί μετοχών είναι μετοχές συγκεκριμένης εταιρείας εισηγμένης σε μια χρηματιστηριακή αγορά. Με άλλα λόγια, ένα δικαίωμα επί μετοχών δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα να αγοράσει (call options), ή να πουλήσει (put options), μετοχές συγκεκριμένης εταιρείας σε μία συγκεκριμένη τιμή. Τα δικαιώματα επί μετοχών δημιουργούνται από την οργανωμένη αγορά παραγώγων στην οποία εισάγονται προς διαπραγμάτευση⁶⁰.

⁵⁷ <http://www.opengov.gr/ypoiian/?p=2429>, «Δικαίωμα προαίρεσης», προσπελάστηκε 1/2/2013

⁵⁸ <http://www.iraj.gr/IRAJ/Derivatives.pdf>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

⁵⁹ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

⁶⁰ <http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/2990/1/>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

Το χαρακτηριστικό γνώρισμα για τη δημιουργία κάποιου δικαιώματος προαίρεσης θεωρείται ο χρηματοοικονομικός τίτλος ή αξία και ο γνωστός υποκείμενος τίτλος. Η τιμή και η μεταβολή της τιμής του υποκείμενου τίτλου επηρεάζει άμεσα την τιμή του δικαιώματος προαίρεσης. Επιπλέον, οι πιο γνώριμες κατηγορίες δικαιωμάτων προαίρεσης με βάση τον υποκείμενο τίτλο, είναι⁶¹:

- Δικαιώματα επί Χρεογράφων (Debt options)
- Δικαιώματα επί Μετοχών (Stock options)
- Δικαιώματα επί Επιτοκίων (Interest rate options)
- Δικαιώματα επί Προϊόντων (Commodity Options)
- Δικαιώματα επί Ανταλλαγών (Swaptions)
- Δικαιώματα επί Ξένων Νομισμάτων ή Δικαιωμάτων Συναλλάγματος (Foreign Currency Options)
- Δικαιώματα επί Δεικτών (Index options)
- Δικαιώματα επί Προθεσμιακών Συμβολαίων (Future Contract Options)

Επιπρόσθετο βασικό χαρακτηριστικό για τη διαμόρφωση ενός δικαιώματος προαίρεσης κρίνεται η κατάρτιση ανάμεσα στους αντισυμβαλλόμενους, με τη συμμετοχή του γραφείου εκκαθάρισης, ενός συμβολαίου στο οποίο καθορίζονται οι όροι και τα χαρακτηριστικά του δικαιώματος⁶².

Ως Υποκείμενη αγορά καλείται η αγορά διαπραγμάτευσης του υποκείμενου τίτλου, και είναι κυρίως οι χρηματιστηριακές αγορές στις οποίες διαπραγματεύονται μετοχές, οι αγορές συναλλάγματος, οι αγορές επιτοκίων ή οι αγορές τίτλων του δημοσίου. Θεωρείται πολύ σημαντική, καθώς συμβάλει στη διαπραγμάτευση των δικαιωμάτων προαίρεσης, αλλά και για τα λοιπά παράγωγα⁶³.

Για την επιλογή ενός υποκείμενου τίτλου, επί του οποίου θα δημιουργηθεί κάποιο παράγωγο προϊόν, λαμβάνονται υπόψη συγκεκριμένα κριτήρια τα οποία εξειδικεύονται από την αγορά παραγώγων η οποία κάνει και την επιλογή. Για παράδειγμα για την επιλογή μιας μετοχής επί της οποίας θα δημιουργηθεί ένα δικαίωμα προαίρεσης λαμβάνονται συνήθως υπόψη στοιχεία που σχετίζονται με τη

⁶¹ Μαλακός Π., Δεμίρης Χ., (1993), «*Νέα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*», Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

⁶² Ξανθάκης Μ., «*Συμπληρωματικές σημειώσεις για το μάθημα Αγορές Χρήματος*»

⁶³ Χούφσμιντ Γ., Παυλόπουλος Γ., Κοτζιάς Ν., (2006), «*Πολιτική οικονομία των χρηματιστηριακών αγορών*», εκδ. Καστανιώτη, Αθήνα

συμπεριφορά της τιμής της μετοχής στην υποκείμενη αγορά, με τη ρευστότητα της, με την εμπορευσιμότητα της και με τη συνολική κεφαλαιοποίηση της εταιρείας.

Ο κάτοχος ή αγοραστής ενός δικαιώματος προαίρεσης (option holder) είναι ο αντισυμβαλλόμενος, που καταβάλλοντας μια αμοιβή (premium), αγοράζει τα δικαιώματα που αναφέρονται στο συμβόλαιο. Αγοράζοντας ένα δικαίωμα προαίρεσης ο κάτοχος δεν έχει άλλη υποχρέωση, πλην της αρχικής αμοιβής που καταβάλλει, απολαμβάνοντας μια σειρά από δυνατότητες, ανάλογα με το είδος του δικαιώματος, που του παρέχει το συμβόλαιο⁶⁴.

Όσον αφορά τη ζημία που μπορεί να υποστεί ο κάτοχος υπολογίζεται γύρω στο ύψος της αμοιβής που καταβάλλει. Σε αντίθετη περίπτωση, το κέρδος του κατόχου δύναται να είναι απεριόριστο, ανάλογα με την τιμή του υποκείμενου τίτλου.

Ο πωλητής ενός δικαιώματος προαίρεσης είναι ο αντισυμβαλλόμενος, που κατά τη σύναψη του συμβολαίου λαμβάνει την αμοιβή από τον αγοραστή του συμβολαίου. Αντίθετα, με τον αγοραστή του δικαιώματος προαίρεσης, που πέραν της αμοιβής που καταβάλλει δεν έχει άλλη υποχρέωση, ο πωλητής του δικαιώματος έχει την υποχρέωση, εφόσον εξασκηθεί το δικαίωμα από τον κάτοχο του, να εκτελέσει τους όρους του συμβολαίου⁶⁵.

Η εξάσκηση του δικαιώματος προαίρεσης αποτελεί την απόφαση του κατόχου του δικαιώματος να προχωρήσει στην εφαρμογή των όρων του συμβολαίου αξιοποιώντας τα δικαιώματα που του παρέχει το συμβόλαιο για παραλαβή ή παράδοση του υποκείμενου τίτλου, π.χ. μετοχών, ή για τη λήψη κάποιου ποσού σε μετρητά⁶⁶.

Η τιμή εξάσκησης ή άσκησης είναι η προκαθορισμένη τιμή του υποκείμενου τίτλου με βάση την οποία θα γίνει η παράδοση ή παραλαβή του υποκείμενου τίτλου ή η τιμή βάσει της οποίας θα υπολογισθεί το ποσό σε μετρητά που θα καταβληθεί στον κάτοχο του δικαιώματος. Η τιμή εξάσκησης και οι όροι διαμόρφωσης της καθορίζονται από την οργανωμένη αγορά στην οποία διαπραγματεύεται το δικαίωμα προαίρεσης. Για παράδειγμα, οι τιμές εξάσκησης των δικαιωμάτων προαίρεσης επί μετοχών σχετίζονται με τη μεταβολή της τιμής της μετοχής, μεταβαλλόμενες

⁶⁴ Χρηματιστήριο Αθηνών – Αγορά Παραγώγων Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, (2002), «*Βασικές Διαδικασίες για Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών*»

⁶⁵ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «*Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

⁶⁶ Καραθανάσης Γ., (1996), «*Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές*», εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα

ανάλογα με τη μεταβολή αυτή, όπως και με το ύψος της τιμής της μετοχής στην υποκείμενη αγορά⁶⁷.

Η ημερομηνία λήξεως είναι η ημερομηνία κατά την οποία το δικαίωμα προαίρεσης λήγει και κατά συνέπεια, εάν δεν εξασκηθεί, πριν ή κατά την ημερομηνία αυτή, παύει να υφίσταται, δεν έχει καμία αξία και ο κάτοχος της χάνει κάθε δικαίωμα που προκύπτει από το συμβόλαιο. Η ημέρα και η ώρα λήξεως για κάθε σειρά συμβολαίων προσδιορίζονται ακριβώς από την οργανωμένη αγορά⁶⁸.

3.4 Γενικές εφαρμογές

Αγορά Δικαιώματος Αγοράς

Ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς (call holder), ο οποίος κατέχει θετική θέση (long call position), εκτιμά ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου έως τη λήξη του συμβολαίου θα αυξηθεί⁶⁹.

Υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς ευρωπαϊκού τύπου της μετοχής της εταιρείας NBX με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και (premium) 6 ευρώ και η μονάδα διαπραγμάτευσης ή ο πολλαπλασιαστής είναι 100. Έτσι, λοιπόν, ο κάτοχος αυτού έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει στη λήξη του δικαιώματος τη μετοχή προς 50 ευρώ⁷⁰.

Σε περίπτωση που κατά την ημερομηνία της λήξεως του δικαιώματος η τιμή της μετοχής στην αγορά είναι π.χ. 40 ευρώ, ο κάτοχος δε θα ασκήσει το δικαίωμα του, διότι δύναται να αγοράσει τη παρούσα μετοχή στην αγορά σε πιο χαμηλή τιμή από αυτή της άσκησης. Αξίζει να καταγραφεί πως το ποσό για την αγορά του δικαιώματος των 6 ευρώ έχει ήδη καταβληθεί κατά την αγορά του δικαιώματος, ανεξάρτητα από το αν ασκηθεί ή όχι το δικαίωμα κατά τη λήξη του και ότι αποτελεί τη μέγιστη πιθανή ζημιά του αγοραστή του συμβολαίου⁷¹.

⁶⁷ Νικήτα Μάγδα, (2003), «Παράγωγα και Θέσεις», εκδ. Γρηγόρης, Αθήνα

⁶⁸ Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών, Τμήμα Marketing, (2004), «Τα Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων»

⁶⁹ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

⁷⁰ Αλεξιάκης Παναγιώτης, (2006), «Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές εξελίξεις», εκδ. Ελλήν, Αθήνα

⁷¹ <http://www.opengov.gr/γροίαν/?p=2429>, «Δικαίωμα προαίρεσης», προσπελάστηκε 1/2/2013

Ωστόσο όμως, αν η τρέχουσα αξία της μετοχής είναι 50 ευρώ, τότε ο επενδυτής αδιαφορεί για το αν θα αγοράσει τη μετοχή από την αγορά ή αν θα ασκήσει το δικαίωμα του. Αν όμως η τρέχουσα τιμή ανέβει στα 50,01 έως 56 ευρώ, τότε συμφέρει περισσότερο τον επενδυτή να ασκήσει το δικαίωμα του, εφόσον έτσι θα περιορίσει τη ζημιά του, και στην περίπτωση που η τιμή ξεπεράσει τα 56 ευρώ θα αποκομίζει τεράστια κέρδη. Επίσης, αν υποθέσουμε πως, η τρέχουσα τιμή της μετοχής NBX είναι 60 ευρώ, τότε ο επενδυτής θα εξασκήσει το δικαίωμα του αγοράζοντας τη μετοχή στα 50 ευρώ και στην πορεία θα την πωλήσει στην αγορά προς 60 ευρώ, λαμβάνοντας κέρδος 10 ευρώ ανά μετοχή, μειωμένου κατά του ποσού της τιμής του δικαιώματος. Επομένως, το καθαρό κέρδος ανά μετοχή διαμορφώνεται στα 4 ευρώ⁷².

Η αγορά του δικαιώματος αγοράς (call) προσφέρει στον επενδυτή δυνατότητες υψηλών κερδών, ενώ οι ζημιές προσαρμόζονται στο ποσό του ασφαλιστρου (premium) το οποίο καταβάλλει κατά την αγορά του δικαιώματος. Τα αποτελέσματα αυτά προκύπτουν, λόγω του ότι πολλοί κερδοσκόποι προτιμούν τις περισσότερες φορές να αγοράσουν ένα δικαίωμα αγοράς μιας μετοχής αντί για την ίδια τη μετοχή, εκμεταλλεύοντας τη μόχλευση (leverage) που δημιουργούν τα δικαιώματα⁷³.

Πίνακας 3.4.1: Αγορά Δικαιώματος Αγοράς

Τρέχουσα τιμή	Καταβληθέν Premium	Κέρδος ανά Μονάδα Υποκείμενου Τίτλου	Καθαρό Κέρδος ανά Μονάδα Υποκείμενου Τίτλου	Καθαρό Κέρδος ανά Μονάδα Διαπραγμάτευσης
70	6	20	14	1.400
65	6	15	9	900
60	6	10	4	400
56	6	6	0	0
53	6	3	-3	-300
50	6	0	-6	-600
44	6	0	-6	-600
40	6	0	-6	-600
35	6	0	-6	-600

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

⁷² Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

⁷³ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

Πώληση Δικαιώματος Αγοράς

Ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς (call writer), ο οποίος κατέχει αρνητική θέση (short call position), εκτιμά ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα μειωθεί έως τη λήξη του συμβολαίου. Συγκεκριμένα, η πώληση ενός δικαιώματος προαίρεσης αγοράς είναι η ακάλυπτη πώληση δικαιώματος αγοράς (naked call write), όπου ο πωλητής του δικαιώματος αγοράς δεν έχει στην κατοχή του το υποκείμενο μέσο, δηλαδή τις μετοχές για τις οποίες έχει πωλήσει το δικαίωμα⁷⁴.

Έστω ότι έχουμε έναν πωλητή (writer) ενός δικαιώματος αγοράς (call) της μετοχής ΑΒΓ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ, τιμή (premium) 6 ευρώ και μονάδα διαπραγμάτευσης 100. Ο πωλητής έχει την υποχρέωση να πωλήσει τις μετοχές στον αγοραστή του δικαιώματος στην περίπτωση που ο τελευταίος ασκήσει το δικαίωμα του. Ωστόσο, στην περίπτωση του δικαιώματος με παράδοση τίτλων, είναι υποχρεωμένος να τις αγοράσει από την αγορά στην τρέχουσα τιμή και μετά να τις πωλήσει στον κάτοχο του δικαιώματος αγοράς στην τιμή εξάσκησης, εφόσον δεν έχει τις μετοχές αυτές στην κατοχή του⁷⁵.

Επιπλέον, επειδή το συγκεκριμένο συμβόλαιο είναι εκκαθάρισης με ρευστά διαθέσιμα, δεν προβαίνει σε πώληση των μετοχών, αλλά καταβάλλει στον αγοραστή την αρνητική διαφορά τρέχουσας τιμής (τιμής εκκαθάρισης) και τιμής εξάσκησης. Ο πωλητής λαμβάνει από τον αγοραστή το ποσό των 6 ευρώ ανά δικαίωμα, δηλαδή ανά μονάδα υποκείμενου τίτλου ή 600 ευρώ ανά μονάδα διαπραγμάτευσης, το οποίο είναι και το μοναδικό κέρδος που αποκομίζει από την πώληση του δικαιώματος αγοράς, ενώ υπάρχει η πιθανότητα εμφάνισης απεριόριστων ζημιών⁷⁶.

⁷⁴ Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ένγ. Μπένου, Αθήνα

⁷⁵ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

⁷⁶ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

Πίνακας 3.4.2: Πώληση Δικαιώματος Αγοράς

Τρέχουσα τιμή	Άσκηση από τον Κάτοχο	Ληφθέν Premium από τον Πωλητή	Ενέργειες Πωλητή Δικαιώματος Αγοράς (Physical Delivery)	Κέρδος Ζημία Πωλητή ανά Δικαίωμα	Κέρδος / Ζημία ανά Μονάδα Διαπραγμάτευσης
70	ΝΑΙ	6	Αγορά μετοχής 70 Ευρώ και πώληση 50	-14	-1.400
65	ΝΑΙ	6	Αγορά μετοχής 65 Ευρώ και πώληση 50	-9	-900
60	ΝΑΙ	6	Αγορά μετοχής 60 Ευρώ και πώληση 50	-4	-400
56	ΝΑΙ	6	Αγορά μετοχής 56 Ευρώ και πώληση 50	0	0
53	ΝΑΙ	6	Αγορά μετοχής 53 Ευρώ και πώληση 50	3	300
50	ΌΧΙ/ΝΑΙ	6	-	6	600
44	ΌΧΙ	6	-	6	600
40	ΌΧΙ	6	-	6	600
35	ΌΧΙ	6	-	6	600

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Παρατηρώντας τους δύο πίνακες (3.4.1 και 3.4.2) προκύπτει ότι για τον πωλητή (writer) είναι ακριβώς αντίθετα από τα αποτελέσματα του αγοραστή (holder) του δικαιώματος αγοράς. Με άλλα λόγια, τα κέρδη / ζημίες του αγοραστή είναι ίσες με τις ζημίες / κέρδη του πωλητή. Το αποτέλεσμα αυτό αντιστοιχεί στο «παιχνίδι μηδενικού υπολοίπου» ή «zero-sum-game» στη διαπραγμάτευση των δικαιωμάτων προαίρεσης⁷⁷.

Αγορά Δικαιώματος Πώλησης

Ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης (put option holder), ο οποίος κατέχει θετική θέση (long put position), εκτιμά ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα μειωθεί και θα διατηρηθεί σε επίπεδο χαμηλότερο της τιμής εξάσκησης, έως τη λήξη του συμβολαίου⁷⁸.

Για παράδειγμα, ένας επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα πώλησης (put option) της εταιρείας ΧΨΩ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ στην τιμή (premium) των 4 ευρώ και μονάδα διαπραγμάτευσης ή ο πολλαπλασιαστής είναι 100. Με βάση τον ορισμό του

⁷⁷ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

⁷⁸ Χρηματιστήριο Αθηνών – Αγορά Παραγώγων Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, (2002), «Βασικές Διαδικασίες για Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών»

δικαιώματος πώλησης, ο κάτοχός του δικαιώματος έχει τη δυνατότητα, αλλά όχι την υποχρέωση, να πωλήσει τη μετοχή στα 50 ευρώ.

Αυτό που προκύπτει είναι πως κατά την ημερομηνία λήξεως του δικαιώματος πώλησης, εφόσον πρόκειται για συμβόλαιο ευρωπαϊκού τύπου, η τιμή της μετοχής έχει διαμορφωθεί στην αγορά για παράδειγμα στα 65 ευρώ, δεν θα ασκήσει το δικαίωμα του, λόγω του ότι είναι πιο επικερδές να πωλήσει τις μετοχές του απευθείας στην αγορά στην τιμή των 65 ευρώ αντί στην αγορά των παραγώγων στα 50 ευρώ, η οποία ήταν η τιμή εξάσκησης. Σε περίπτωση όμως που πρόκειται για συμβόλαιο αμερικάνικου τύπου, η τιμή της μετοχής θα πρέπει, έστω και για λίγο, να διαμορφωθεί σε επίπεδα χαμηλότερα της τιμής εξάσκησης, ώστε να συμφέρει η εξάσκηση του συμβολαίου⁷⁹.

Αν η μετοχή διαπραγματεύεται στην αγορά στα 50 ευρώ, τότε ο επενδυτής δεν ενδιαφέρεται για το αν θα ασκήσει το δικαίωμα του, ενώ για τις τιμές μεταξύ των 46 ευρώ και 49,99 ευρώ, θεωρούμε ότι θα ήταν καλύτερο να μην είχε αγοράσει το δικαίωμα. Σαφώς, όταν η τιμή της μετοχής διαμορφωθεί στην αγορά κάτω από τα 46 ευρώ, είναι καλό για τον επενδυτή να ασκήσει το δικαίωμα πώλησης, διότι αποκομίζει κέρδη⁸⁰.

Ακόμη, αν η τιμή της μετοχής κατά την ημερομηνία λήξεως του δικαιώματος κυμανθεί στα 42 ευρώ, τότε δύναται να αγοράσει τις μετοχές από την αγορά στα 42 ευρώ και στη πορεία να ασκήσει το δικαίωμα του και να τις πουλήσει προς 50 ευρώ, με βάση τους όρους του συμβολαίου δικαιώματος πώλησης⁸¹.

⁷⁹ Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών, Τμήμα Marketing, (2004), «*Τα Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων*»

⁸⁰ Τσελεπή Αγνή, (2011), «*Εφαρμογή της μεθόδου των δικαιωμάτων προαίρεσης στη διοίκηση και ανάπτυξη των πληροφοριακών συστημάτων*», Διπλωματική εργασία, τμήμα Πληροφορικής και Οικονομικών Επιστημών, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο, Θεσσαλονίκη

⁸¹ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «*Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα*», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

Πίνακας 3.4.3: Αγορά Δικαιώματος Πώλησης

Τρέχουσα τιμή	Premium	Άσκηση από τον Κάτοχο του Δικαιώματος	Κέρδος Ζημία Πωλητή ανά Δικαίωμα	Κέρδος / Ζημία ανά Μονάδα Διαπραγμάτευσης
65	4	ΌΧΙ	-4	-400
60	4	ΌΧΙ	-4	-400
55	4	ΌΧΙ	-4	-400
50	4	ΌΧΙ	-4	-400
49	4	Αγορά μετοχής 49 Ευρώ και πώληση 50	-3	-300
48	4	Αγορά μετοχής 48 Ευρώ και πώληση 50	-2	-200
46	4	Αγορά μετοχής 46 Ευρώ και πώληση 50	0	0
45	4	Αγορά μετοχής 45 Ευρώ και πώληση 50	1	100
42	4	Αγορά μετοχής 42 Ευρώ και πώληση 50	4	400
40	4	Αγορά μετοχής 40 Ευρώ και πώληση 50	6	600

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Πώληση Δικαιώματος Πώλησης

Ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης (put option writer), ο οποίος κατέχει αρνητική θέση (short put position), εκτιμά ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα αυξηθεί και θα διατηρηθεί σε επίπεδο υψηλότερο της τιμής εξάσκησης, έως τη λήξη του συμβολαίου⁸².

Λαμβάνοντας υπόψη τα δεδομένα του προηγούμενου παραδείγματος από την πλευρά του πωλητή – πώληση δικαιώματος πώλησης ευρωπαϊκού τύπου της εταιρείας ΧΨΩ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ, τιμή (premium) 4 ευρώ, μονάδα διαπραγμάτευσης ή πολλαπλασιαστή 100 – κρίνεται άξιο να προσδιοριστεί, πως με βάση τον ορισμό του δικαιώματος πώλησης, ο πωλητής του δικαιώματος υποχρεούται, τη στιγμή που ο κάτοχος του συμβολαίου αποφασίσει να ασκήσει το δικαίωμα του, να αγοράσει τη μετοχή για 50 ευρώ ανεξάρτητα με την τιμή που μπορεί να την αποκτήσει στην αγορά⁸³.

⁸² Χρηματιστήριο Αθηνών – Αγορά Παραγώγων Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, (2002), «Βασικές Διαδικασίες για Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών»

⁸³ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

Πίνακας 3.4.4: Πώληση Δικαιώματος Πώλησης

Τρέχουσα τιμή	Τιμή Εξάσκησης	Ληφθέν Premium	Άσκηση από τον Κάτοχο	Κέρδος Ζημία Πωλητή ανά Δικαίωμα	Κέρδος / Ζημία ανά Μονάδα Διαπραγμάτευσης
65	50	4	ΌΧΙ	4	400
60	50	4	ΌΧΙ	4	400
55	50	4	ΌΧΙ	4	400
50	50	4	ΝΑΙ/ΌΧΙ	4	400
49	50	4	ΝΑΙ	3	300
48	50	4	ΝΑΙ	2	200
46	50	4	ΝΑΙ	0	0
45	50	4	ΝΑΙ	-1	-100
42	50	4	ΝΑΙ	-4	-400
40	50	4	ΝΑΙ	-6	-600

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

3.5 Διαγραμματική παρουσίαση

Τα δικαιώματα προαίρεσης (options) είναι συμβόλαια που προσφέρουν στον κάτοχο τους (αγοραστή) το δικαίωμα να προβεί μελλοντικά, σε μια συναλλαγή με προκαθορισμένους όρους μόνο αν το επιθυμεί. Όσον αφορά τις επιπτώσεις από τη συμμετοχή των επενδυτών στην αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσης μπορεί να είναι είτε θετικές είτε αρνητικές⁸⁴.

Το εύρος των συνεπειών σχετίζεται με τον τρόπο χρήσης των δικαιωμάτων. Συνολικά, τα δικαιώματα που χρησιμοποιούνται ως μέσα κερδοσκοπίας, υπάρχει περίπτωση να επιφέρουν αρνητικά αποτελέσματα. Τα προϊόντα αυτά, οπότε, κρίνονται ως επικίνδυνα στην περίπτωση που ο χρήστης δε γνωρίζει επαρκώς τη λειτουργία τους και το βαθμό μόχλευσης που περιλαμβάνουν⁸⁵.

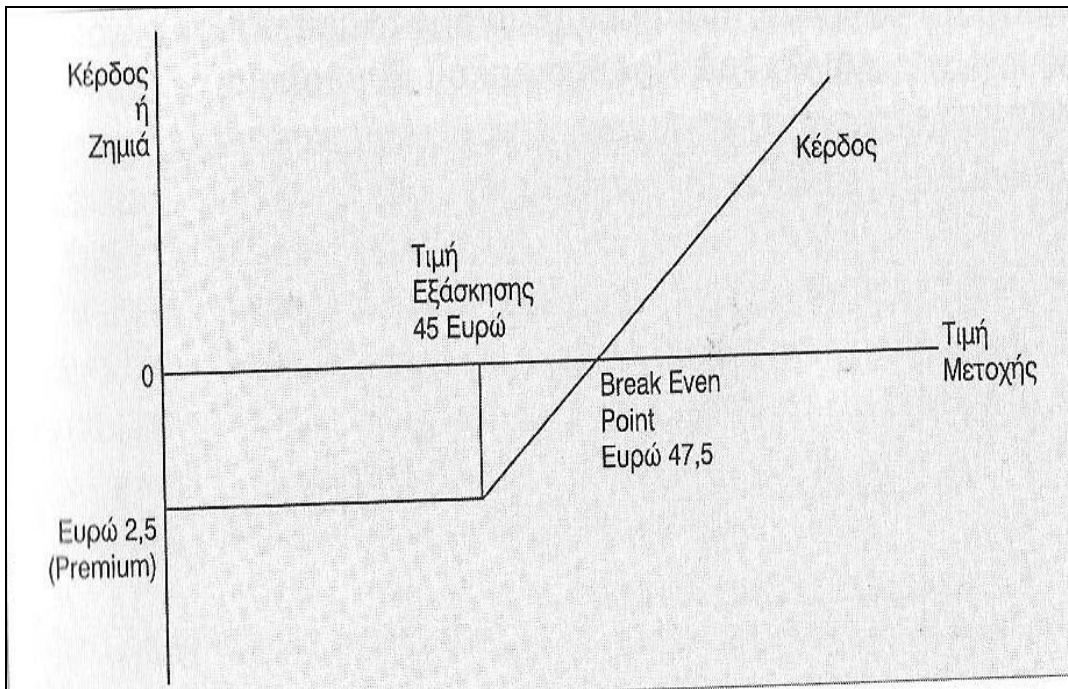
Έχοντας τις κατάλληλες γνώσεις ως προς τους κανόνες των αγορών, στις οποίες διαπραγματεύονται τα δικαιώματα, περιορίζονται οι αναλαμβανόμενοι κίνδυνοι. Αυτό που οφείλουμε ωστόσο να επισημάνουμε, είναι πως τα προϊόντα αυτά αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών πριν την ημερομηνία λήξεως τους στην αγορά⁸⁶.

⁸⁴ Μαλακός Π., Δεμίρης Χ., (1993), «Νέα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

⁸⁵ Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα

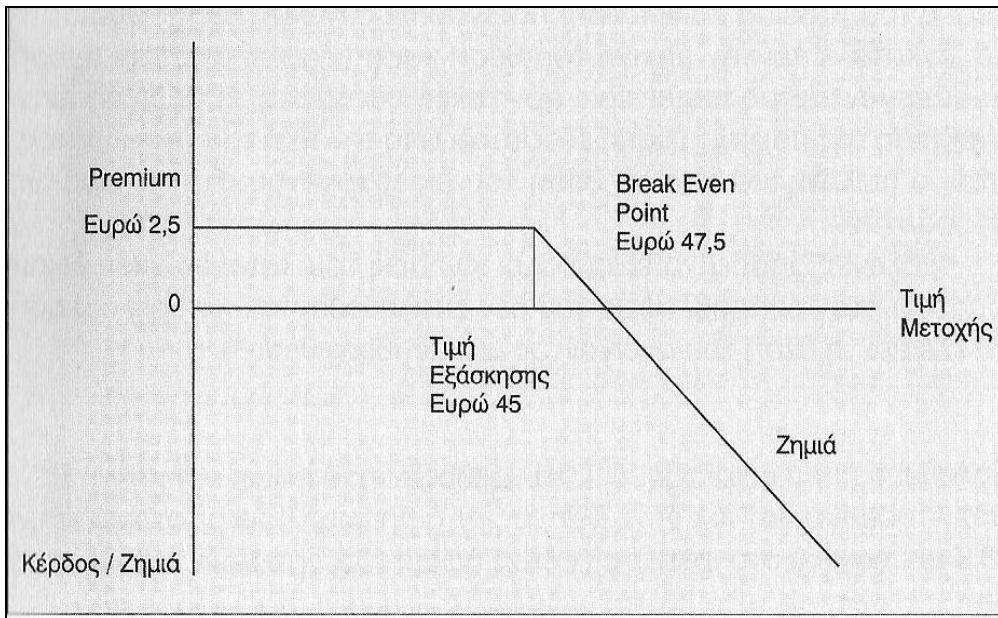
⁸⁶ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

Διάγραμμα 3.5.1: Αγορά Δικαιώματος Αγοράς



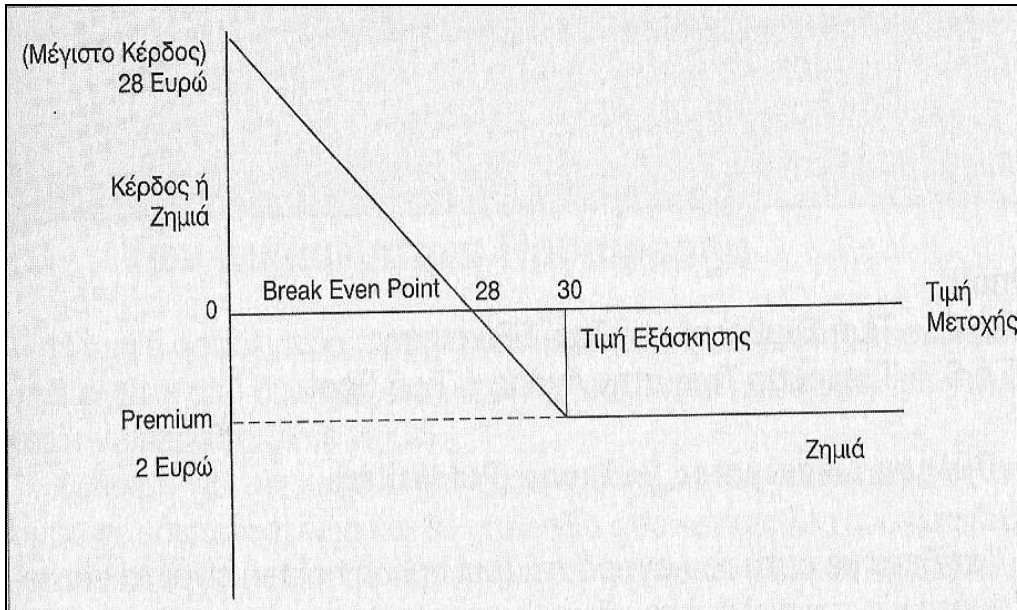
Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Διάγραμμα 3.5.2: Πώληση Δικαιώματος Αγοράς



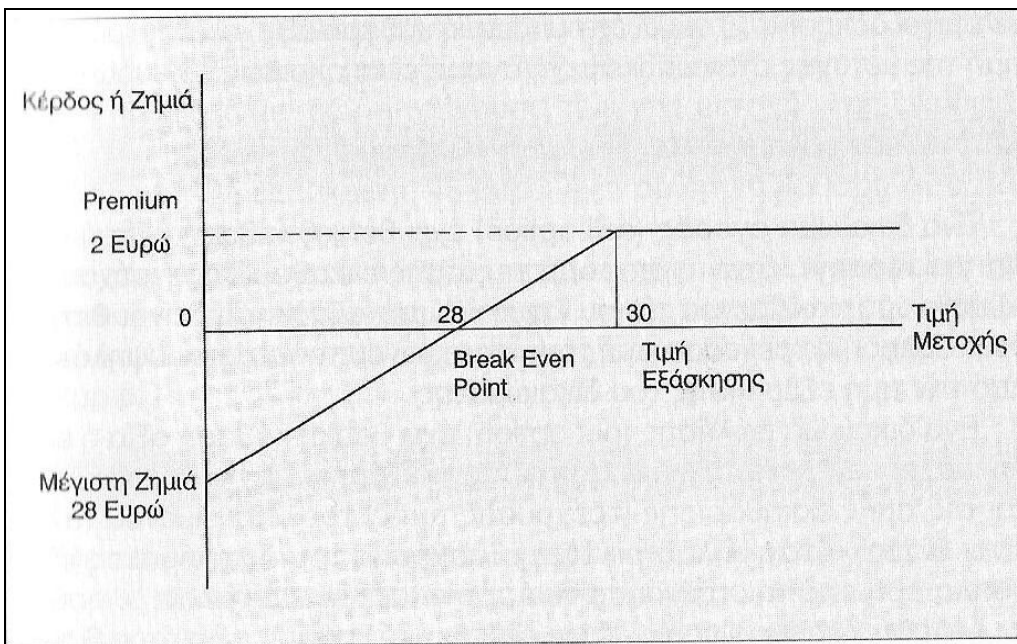
Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Διάγραμμα 3.5.3: Αγορά Δικαιώματος Πώλησης



Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Διάγραμμα 3.5.4: Πώληση Δικαιώματος Πώλησης



Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ

4.1 Γενικά στοιχεία

Βασικό χαρακτηριστικό των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι το πλεονέκτημα που δίνεται στους χρήστες τους να δημιουργήσουν απλές αλλά και σύνθετες στρατηγικές. Σύμφωνα με τις απλές, είναι κυρίως η αγορά ενός δικαιώματος αγοράς, η πώληση ενός δικαιώματος αγοράς, η αγορά ενός δικαιώματος πώλησης και η πώληση ενός δικαιώματος πώλησης. Ως προς τις σύνθετες διακρίνουμε τη στρατηγική *straddle* και τη στρατηγική *spread*. Οι στρατηγικές αυτές χρησιμοποιούνται από επενδυτές ή με άλλα λόγια από τους χρήστες των δικαιωμάτων προαίρεσης σύμφωνα με τις προβλέψεις τους, τον κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν και το σκοπό για τον οποίο χρησιμοποιούν τα συγκεκριμένα δικαιώματα. Δηλαδή, εάν επιδιώκουν να αντισταθμίσουν κινδύνους ή εάν επιθυμούν απλώς να πετύχουν υψηλές αποδόσεις στις επενδύσεις τους⁸⁷.

Οι Στρατηγικές των δικαιωμάτων προαίρεσης, δύναται να διαμορφωθούν σύμφωνα με τις τρέχουσες τάσεις της αγοράς, στην οποία διαπραγματεύεται ο υποκείμενος τίτλος. Πιο ειδικά, διαφορετικές είναι οι στρατηγικές που θα εφαρμοστούν σε μια αγορά που εμφανίζει ανοδικές τάσεις (*Bull Market*) από εκείνες που θα εφαρμοστούν σε μια αγορά με εμφανή πτωτική τάση (*Bear Market*)⁸⁸.

Η δημιουργία και η εφαρμογή των στρατηγικών απευθύνεται σε όλα τα είδη των δικαιωμάτων ανεξαρτήτως υποκείμενου τίτλου. Πιο συγκεκριμένα, παρόμοιες στρατηγικές μπορούν να εφαρμοστούν για τα δικαιώματα συναλλάγματος, δεικτών, χρεογράφων, κ.ο.κ. Επιπλέον, οι στρατηγικές χαρακτηρίζονται από συγκεκριμένη ορολογία, η οποία προσδιορίζει και τη λειτουργία τους. Οι κύριες στρατηγικές που ξεχωρίζουν είναι οι εξής⁸⁹:

- *Straddle*: Αγορά ταυτοχρόνως ενός δικαιώματος αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης στον ίδιο υποκείμενο τίτλο με την ίδια τιμή εξάσκησης και την ίδια

⁸⁷ Πορφύρης Ν., Ηλιάδης Ι., (2004), «Στρατηγικές Συναλλαγών σε Δικαιώματα», Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων

⁸⁸ Δελλή Βασιλική – Χριστίνα, (2007), «Επενδυτικές στρατηγικές – Ελληνικό Χρηματιστήριο 2002-2005», Διπλωματική εργασία, τμήμα Οικιακής Οικονομίας και Οικολογίας, Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο, Αθήνα

⁸⁹ http://www.adex.ase.gr/AdexDownload/jul_sep.pdf, «Επενδυτικές στρατηγικές για αντιστάθμιση του κινδύνου», προσπελάστηκε 1/2/2013

διάρκεια. Το premium των δύο δικαιωμάτων μπορεί να είναι το ίδιο ή να διαφέρει.

- *Covered Call*: Πώληση ενός δικαιώματος αγοράς (put option writer), short position, με ταυτόχρονη αγορά στην υποκείμενη αγορά του ίδιου ποσού του υποκείμενου τίτλου.
- *Covered Put Write*: Πώληση ενός δικαιώματος πώλησης με ταυτόχρονη πώληση στην τρέχουσα αγορά του ίδιου ποσού του υποκείμενου τίτλου.
- *Protective Put*: Αγορά ή κατοχή του υποκείμενου τίτλου με ταυτόχρονη αγορά ενός δικαιώματος πώλησης επί του υποκείμενου τίτλου. Προσφέρει πλήρη ασφάλιση κατά της πτώσης της τιμής του υποκείμενου τίτλου.
- *Strangle*: Συνδυασμός αγοράς ενός δικαιώματος αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης με την ίδια ημερομηνία λήξεως, αλλά με διαφορετικές τιμές εξάσκησης.
- *Strip*: Αγορά ενός δικαιώματος αγοράς και δύο δικαιωμάτων πώλησης, δηλαδή περισσότερων δικαιωμάτων πώλησης, με την ίδια τιμή εξάσκησης και την ίδια διάρκεια. Ο επενδυτής αναμένει μια σημαντική μεταβολή στην τιμή του υποκείμενου τίτλου με μεγαλύτερη πιθανότητα η μεταβολή αυτή να αφορά μείωση της τιμής.
- *Strap*: Αγορά δύο δικαιωμάτων αγοράς και ενός δικαιώματος πώλησης, δηλαδή περισσότερων δικαιωμάτων αγοράς, με την ίδια τιμή άσκησης και την ίδια διάρκεια. Ο επενδυτής αναμένει μια σημαντική μεταβολή στην τιμή του υποκείμενου τίτλου με μεγαλύτερη πιθανότητα η μεταβολή αυτή να αφορά αύξηση της τιμής.
- *Bull Spread*: Στρατηγική που διαμορφώνεται, έτσι ώστε να εμπεριέχει χαμηλό κίνδυνο, αλλά και να δημιουργεί χαμηλά μόνο κέρδη σε μια αγορά με ανοδικές τάσεις. Διαμορφώνεται με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς σε συνδυασμό με την πώληση ενός δικαιώματος αγοράς με υψηλότερη τιμή εξάσκησης από το δικαίωμα αγοράς. Η διάρκεια των δύο δικαιωμάτων μπορεί να είναι η ίδια.
- *Bear Spread*: Στρατηγική που διαμορφώνεται, έτσι ώστε να εμπεριέχει χαμηλό κίνδυνο, αλλά και να δημιουργεί χαμηλά μόνο κέρδη σε μια αγορά με πτωτικές τάσεις. Διαμορφώνεται με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς σε συνδυασμό με την πώληση ενός δικαιώματος αγοράς με χαμηλότερη τιμή από το δικαίωμα αγοράς.

- *Butterfly Spread*: Συνδυασμός *Bull Spread* και *Bear Spread* που στοχεύει στη διαμόρφωση συνθηκών που οδηγούν στην εμφάνιση των υψηλότερων αναμενόμενων κερδών, αλλά όμως και στις υψηλότερες πιθανές ζημιές. Μπορεί να δημιουργηθεί με τη χρήση δικαιωμάτων με τρεις διαφορετικές τιμές εξάσκησης.
- *Condors*: Αποτελούν συνδυασμό τεσσάρων δικαιωμάτων με τέσσερις διαφορετικές τιμές εξάσκησης και ίσως με διαφορετικές τιμές.

4.1.1 Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Αγοράς

Μία από τις πιο γνωστές στρατηγικές των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι η πώληση ενός δικαιώματος αγοράς σε μετοχή που ήδη κατέχει ή που ταυτόχρονα αγοράζει ο πωλητής. Η στρατηγική αυτή καλείται ως καλυμμένη πώληση δικαιώματος αγοράς (*covered call write*)⁹⁰.

Έστω ότι ένας επενδυτής έχει αγοράσει τη μετοχή ΑΒΓ στα 120 ευρώ πριν από ένα χρονικό διάστημα. Σε περίπτωση που δεν περιμένει να ανέβει η τιμή της, μπορεί να πωλήσει (*write*) ένα δικαίωμα αγοράς επί της μετοχής αυτής με τιμή (*premium*) 4 ευρώ και με τιμή εξάσκησης 120 ευρώ.

Πίνακας 4.1.1.1: Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Αγοράς

Τρέχουσα τιμή	Κέρδη Πώλησης του Δικαιώματος Αγοράς	Κέρδη Μετοχής (Αγορά 120 ευρώ)	Συνολικά Κέρδη στην Καλυμμένη Πώληση του Δικαιώματος Αγοράς
105	4	-15	-11
110	4	-10	-6
115	4	-5	-1
116	4	-4	0
120	4	0	4
122	2	2	4
124	0	4	4
125	-1	5	4
130	-6	10	4
135	-11	15	4
140	-16	20	4

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

⁹⁰ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

Η παρούσα στρατηγική δίνει τη δυνατότητα για μερική ασφάλιση κατά της πτώσης της τιμής της μετοχής, λόγω του ότι ελαχιστοποιεί τη ζημία που προκύπτει από την πτώση της τιμής μεταξύ της τρέχουσας τιμής και της αρχικής τιμής της αγοράς, κατά το ποσό της τιμής του δικαιώματος (premium) που έχει λάβει από την πώληση του δικαιώματος αγοράς. Επιπλέον, σε περίπτωση που η τιμή της μετοχής αυξηθεί και το δικαίωμα ασκηθεί, ο πωλητής καλύπτει τη θέση του με τις μετοχές που κατέχει.

4.1.2 Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Πώλησης

Η καλυμμένη πώληση δικαιώματος πώλησης (covered put write) είναι μία στρατηγική, κατά την οποία γίνεται συνδυασμός πώλησης ενός δικαιώματος πώλησης σε μετοχή με ταυτόχρονη ανοιχτή πώληση (short Selling) της μετοχής. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι πως, αν ο επενδυτής ο οποίος έχει πωλήσει (write) ένα δικαίωμα πώλησης επί της μετοχής αυτής στην τιμή (premium) π.χ. των 4 ευρώ και με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ, έχει τη δυνατότητα, εφόσον δεν επαληθεύεται στις προβλέψεις του, να πραγματοποιήσει ανοιχτή πώληση (Short Selling) της μετοχής, π.χ. στα 50 ευρώ⁹¹.

Πίνακας 4.1.2.1: Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Πώλησης

Τρέχουσα τιμή Μετοχής	Κέρδος Πώλησης του Δικαιώματος Πώλησης	Κέρδος από τη Μετοχή που πωλήθηκε (short shelling) 50 ευρώ	Συνολικό Κέρδος στην Καλυμμένη Πώληση του Δικαιώματος Πώλησης
70	4	-20	-16
65	4	-15	-11
60	4	-10	-6
55	4	-5	-1
54	4	-4	0
52	4	-2	2
50	4	0	4
48	2	2	4
46	0	4	4
45	-1	5	4
40	-6	10	4
35	-11	15	4

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

⁹¹ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

4.1.3 Προστατευτικό Δικαίωμα Πώλησης

Πρόκειται για μία στρατηγική (protective put) που προσφέρει πλήρη ασφάλιση κατά της πτώσης της τιμής της μετοχής. Διαμορφώνεται με την αγορά ή την κατοχή μιας μετοχής και την αγορά ενός δικαιώματος πώλησης επί της μετοχής. Για παράδειγμα, έστω ότι ένας επενδυτής που κατέχει ή αγοράζει τη μετοχή NBX επιθυμεί να εκμεταλλευτεί την άνοδο της τιμής μετοχής χωρίς να κινδυνεύει από την πτώση της. Διευκρινίζουμε ότι η μετοχή αγοράστηκε στα 30 ευρώ. Παράλληλα, ο επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα πώλησης επί της μετοχής με τιμή εξάσκησης πχ. 31 ευρώ και ασφάλιστρο (premium) 3 ευρώ⁹².

Πίνακας 4.1.3.1: Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Πώλησης

Τρέχουσα τιμή Μετοχής	Κέρδος από τη Μετοχή που αγοράστηκε 30 ευρώ	Κέρδος Άσκησης Δικαιώματος Πώλησης	Συνολικό Κέρδος του προστατευτικού Δικαιώματος Πώλησης
50	20	-3	17
45	15	-3	12
40	10	-3	7
35	5	-3	2
34	4	-3	1
33	3	-3	0
31	1	-3	-2
30	0	-2	-2
25	-5	3	-2
20	-10	8	-2
15	-15	13	-2
10	-20	18	-2

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

4.1.4 Προστατευτικό Δικαίωμα Αγοράς

Το προστατευτικό δικαίωμα αγοράς (protective call) προσφέρει πλήρη ασφάλιση από την αύξηση της τιμής της μετοχής. Διαμορφώνεται με την ανοιχτή πώληση (short selling) μιας μετοχής (υποκείμενου τίτλου) και την αγορά ενός

⁹² Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

δικαιώματος αγοράς επί της μετοχής. Επίσης, στην ανοιχτή αγορά η θέση εμφανίζει κέρδος εάν μειωθεί η τιμή του υποκείμενου τίτλου. Έστω ότι έχουμε ως δεδομένα Ανοιχτή Πώληση Υποκείμενου Τίτλου (Μετοχής): 50 ευρώ, Τιμή Εξάσκησης 50 Ευρώ, Τιμή (premium) 4 Ευρώ, Αγορά Δικαιώματος Αγοράς προκύπτει ο πίνακας 4.1.4.1⁹³.

Πίνακας 4.1.4.1: Καλυμμένη Πώληση Δικαιώματος Πώλησης

Τρέχουσα τιμή Μετοχής	Κέρδος Άσκησης Δικαιώματος Αγοράς	Κέρδος/Ζημία Short Selling	Συνολικό Κέρδος/Ζημία
65	11	-15	-4
60	6	-10	-4
55	1	-5	-4
54	0	-4	-4
52	-2	-2	-4
50	-4	0	-4
48	-4	2	-4
46	-4	4	0
45	-4	5	1
40	-4	10	6
35	-4	15	11
30	-4	20	14
25	-4	25	21

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

4.2 Στρατηγική Straddle

Η αγορά ενός straddle αφορά στη θετική θέση (long position), ή με άλλα λόγια την αγορά, ενός δικαιώματος αγοράς (call) και ενός δικαιώματος πώλησης (put), τα οποία έχουν ίδιο υποκείμενο μέσο (τίτλο), τιμή εξάσκησης και ημερομηνία λήξεως. Η αγορά ενός straddle χρησιμοποιείται, όταν ο επενδυτής θεωρεί πως οι τιμές θα εμφανίσουν σημαντικές αυξομειώσεις, χωρίς όμως να μπορεί να προβλέψει αν θα είναι θετικές ή αρνητικές⁹⁴.

Υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς (call) ευρωπαϊκού τύπου της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και

⁹³ Πορφύρης Ν., Ηλιάδης Ι., (2004), «Στρατηγικές Συναλλαγών σε Δικαιώματα», Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων

⁹⁴ http://www.adex.ase.gr/AdexDownload/jul_sep.pdf, «Επενδυτικές στρατηγικές για αντιστάθμιση του κινδύνου», προσπελάστηκε 1/2/2013

τιμή (premium) 4 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης (put) του ίδιου τύπου της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και τιμή (premium) 4 ευρώ. Έχοντας υπόψη τον ορισμό του δικαιώματος αγοράς, ο κάτοχος αυτού έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει στη λήξη του δικαιώματος τη μετοχή προς 50 ευρώ και ως προς τον ορισμό του δικαιώματος πώλησης, έχει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να πωλήσει στη λήξη του δικαιώματος τη μετοχή προς 50 ευρώ.

Πίνακας 4.2.1: Στρατηγική Straddle – Αγορά Straddle

Τιμή Μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημιές στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημιές στο Call	Κέρδη/Ζημιές στο Straddle
72	ΌΧΙ	-4	ΝΑΙ	18	14
70	ΌΧΙ	-4	ΝΑΙ	16	12
65	ΌΧΙ	-4	ΝΑΙ	11	7
58	ΌΧΙ	-4	ΝΑΙ	4	0
54	ΌΧΙ	-4	ΝΑΙ	0	-4
50	ΝΑΙ/ΌΧΙ	-4	ΝΑΙ/ΌΧΙ	-4	-8
46	ΝΑΙ	0	ΌΧΙ	-4	-4
42	ΝΑΙ	4	ΌΧΙ	-4	0
35	ΝΑΙ	11	ΌΧΙ	-4	7
30	ΝΑΙ	16	ΌΧΙ	-4	12
28	ΝΑΙ	18	ΌΧΙ	-4	14

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Αυτό που συμπεραίνουμε από τα παραπάνω είναι πως η παρούσα στρατηγική χρησιμοποιείται κατά βάση, όταν ο επενδυτής προβλέπει ότι θα διαμορφωθούν μεγάλες κινήσεις στην τιμή της μετοχής. Στην περίπτωση που η τιμή της μετοχής δεν παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις, η στρατηγική αυτή οδηγεί σε ζημιές, με τη μέγιστη απώλεια να πραγματοποιείται στο σημείο όπου η τιμή εξάσκησης των δικαιωμάτων συμπίπτει με την τιμή της μετοχής. Εν αντιθέσει όσο πιο υψηλή είναι η απόκλιση της τρέχουσας τιμής της μετοχής από την τιμή εξάσκησης, είτε θετικά είτε αρνητικά, τόσο πιο μεγάλα είναι τα κέρδη μέσω της στρατηγικής αυτής. Επιπλέον, καταλήγουμε πως η στρατηγική αυτή χαρακτηρίζεται από δύο νεκρά σημεία στα 42 ευρώ και στα 58 ευρώ.

Η πώληση ενός straddle συνίσταται στην αρνητική θέση (short position), δηλαδή την πώληση, ενός δικαιώματος αγοράς (call) και ενός δικαιώματος πώλησης (put), τα οποία έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά, όπως και στην αγορά ενός straddle⁹⁵.

⁹⁵ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

Σε περίπτωση που ένας επενδυτής πουλήσει ένα δικαίωμα αγοράς (call) ευρωπαϊκού τύπου της μετοχής της εταιρείας ΧΨΩ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και τιμή (premium) 4 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης (put) του ίδιου τύπου της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και τιμή (premium) 4 ευρώ κατέχει αρνητική θέση ως πωλητής ενός straddle.

Πίνακας 4.2.2: Στρατηγική Straddle – Πώληση Straddle

Τιμή Μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημίες στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημίες στο Call	Κέρδη/Ζημίες στο Straddle
72	ΟΧΙ	4	ΝΑΙ	-18	-14
70	ΟΧΙ	4	ΝΑΙ	-16	-12
65	ΟΧΙ	4	ΝΑΙ	-11	-7
58	ΟΧΙ	4	ΝΑΙ	-4	0
54	ΟΧΙ	4	ΝΑΙ	0	4
50	ΝΑΙ/ΟΧΙ	4	ΝΑΙ/ΟΧΙ	4	8
46	ΝΑΙ	0	ΟΧΙ	4	4
42	ΝΑΙ	-4	ΟΧΙ	4	0
35	ΝΑΙ	-11	ΟΧΙ	4	-7
30	ΝΑΙ	-16	ΟΧΙ	4	-12
28	ΝΑΙ	-18	ΟΧΙ	4	-14

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

4.3 Στρατηγική Strangle

Η αγορά ενός strangle πραγματοποιείται με την ταυτόχρονη αγορά ενός δικαιώματος αγοράς (call) και ενός δικαιώματος πώλησης (put) επί του ίδιου υποκείμενου τίτλου (π.χ. μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ), με την ίδια ημερομηνία λήξεως. Η στρατηγική strangle διαφέρει από τη στρατηγική straddle μόνο ως προς τη τιμή εξάσκησης που είναι διαφορετική στο αγοραζόμενο δικαίωμα αγοράς από αυτή του αγοραζόμενου δικαιώματος πώλησης, αντίθετα με τη στρατηγική straddle που οι δύο τιμές εξάσκησης ταυτίζονται⁹⁶.

Έστω ότι ένας επενδυτής αγοράζει ένα δικαίωμα αγοράς (call) ευρωπαϊκού τύπου της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και τιμή (premium) 6 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης (put) του ίδιου τύπου της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ με τιμή εξάσκησης 30 ευρώ και τιμή (premium) 3 ευρώ.

⁹⁶ Πορφύρης Ν., Ηλιάδης Ι., (2004), «Στρατηγικές Συναλλαγών σε Δικαιώματα», Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων

Πίνακας 4.3.1: Στρατηγική Strangle – Αγορά Strangle

Τιμή Μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημιές στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημιές στο Call	Κέρδη/Ζημιές στο Strangle
75	ΌΧΙ	-3	ΝΑΙ	19	16
70	ΌΧΙ	-3	ΝΑΙ	14	11
65	ΌΧΙ	-3	ΝΑΙ	9	6
60	ΌΧΙ	-3	ΝΑΙ	4	1
59	ΌΧΙ	-3	ΝΑΙ	3	0
56	ΌΧΙ	-3	ΝΑΙ	0	-3
50	ΌΧΙ	-3	ΝΑΙ/ΌΧΙ	-6	-9
40	ΌΧΙ	-3	ΌΧΙ	-6	-9
35	ΌΧΙ	-3	ΌΧΙ	-6	-9
30	ΝΑΙ/ΌΧΙ	-3	ΌΧΙ	-6	-9
27	ΝΑΙ	0	ΌΧΙ	-6	-6
25	ΝΑΙ	2	ΌΧΙ	-6	-4
21	ΝΑΙ	6	ΌΧΙ	-6	0
20	ΝΑΙ	7	ΌΧΙ	-6	1
15	ΝΑΙ	12	ΌΧΙ	-6	6
10	ΝΑΙ	17	ΌΧΙ	-6	11

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Η πώληση ενός strangle διαμορφώνεται με την ταυτόχρονη πώληση ενός δικαιώματος αγοράς (call) και ενός δικαιώματος πώλησης (put), τα οποία έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά εκτός από την τιμή εξάσκησης. Πιο αναλυτικά, έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως και αφορούν στον ίδιο υποκείμενο τίτλο, αλλά η τιμή εξάσκησης των δύο δικαιωμάτων διαφέρει⁹⁷.

Για παράδειγμα έστω, ότι ένας επενδυτής πωλεί ένα δικαίωμα αγοράς (call) ευρωπαϊκού τύπου επί της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και τιμή (premium) 6 ευρώ και ένα δικαίωμα πώλησης (put) επί της ίδιας μετοχής (εταιρεία ΑΒΓ) με τιμή εξάσκησης 30 ευρώ και τιμή (premium) 3 ευρώ. Ο συγκεκριμένος επενδυτής κατέχει συνολικά αρνητική θέση ως πωλητής ενός strangle.

⁹⁷ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

Πίνακας 4.3.2: Στρατηγική Strangle – Πώληση Strangle

Τιμή Μετοχής	Άσκηση Put	Κέρδη/Ζημιές στο Put	Άσκηση Call	Κέρδη/Ζημιές στο Call	Κέρδη/Ζημιές στο Straddle
75	ΌΧΙ	3	ΝΑΙ	-19	-16
70	ΌΧΙ	3	ΝΑΙ	-14	-11
65	ΌΧΙ	3	ΝΑΙ	-9	-6
60	ΌΧΙ	3	ΝΑΙ	-4	-1
59	ΌΧΙ	3	ΝΑΙ	-3	0
56	ΌΧΙ	3	ΝΑΙ	0	3
50	ΌΧΙ	3	ΝΑΙ/ΌΧΙ	6	9
40	ΌΧΙ	3	ΌΧΙ	6	9
35	ΌΧΙ	3	ΌΧΙ	6	9
30	ΝΑΙ/ΌΧΙ	3	ΌΧΙ	6	9
27	ΝΑΙ	0	ΌΧΙ	6	6
25	ΝΑΙ	-2	ΌΧΙ	6	4
21	ΝΑΙ	-6	ΌΧΙ	6	0
20	ΝΑΙ	-7	ΌΧΙ	6	-1
15	ΝΑΙ	-12	ΌΧΙ	6	-6
10	ΝΑΙ	-17	ΌΧΙ	6	-11

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

4.4 Spreads

4.4.1 Έννοια και κατηγορίες

Τα Spreads είναι στρατηγικές που διαμορφώνονται με την εφαρμογή και τον συνδυασμό δικαιωμάτων της ίδιας κατηγορίας. Με άλλα λόγια, με ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός δικαιώματος αγοράς επί του ίδιου υποκείμενου τίτλου ή ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός δικαιώματος πώλησης επί του ίδιου υποκείμενου τίτλου. Τα δικαιώματα αυτά μπορεί να έχουν διαφορετική τιμή εξάσκησης ή ημερομηνία λήξεως ή και τα δύο⁹⁸.

Στην περίπτωση που τα δύο δικαιώματα έχουν την ίδια τιμή εξάσκησης αλλά διαφορετική ημερομηνία λήξεως είναι τα «οριζόντια Spreads». Επιπλέον, αν τα δύο δικαιώματα που διαμορφώνουν την στρατηγική Spread έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως, αλλά διαφορετική τιμή εξάσκησης καλούνται ως «κάθετα Spreads». Εάν

⁹⁸ Τσελεπή Αγνή, (2011), «Εφαρμογή της μεθόδου των δικαιωμάτων προαίρεσης στη διοίκηση και ανάπτυξη των πληροφοριακών συστημάτων», Διπλωματική εργασία, τμήμα Πληροφορικής και Οικονομικών Επιστημών, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο, Θεσσαλονίκη

διαφέρουν οι τιμές εξάσκησης αλλά και οι ημερομηνίες λήξεως τα Spreads χαρακτηρίζονται ως «διαγώνια»⁹⁹.

Επιπροσθέτως, κάθε μία από τις παραπάνω κατηγορίες των Spreads διακρίνονται σε δύο υποκατηγορίες, τα bull Spreads και το bear Spreads. Η στρατηγική bull Spreads συνδέεται κυρίως με προσδοκίες του επενδυτή περί ανοδικής τιμής του υποκείμενου τίτλου. Στην περίπτωση υποτιμητικών προσδοκιών, η στρατηγική που εφαρμόζεται είναι η στρατηγική bear Spreads. Ένα κάθετο bear Spread με τη χρήση δικαιωμάτων αγοράς διαμορφώνεται με την αγορά ενός δικαιώματος αγοράς με συγκεκριμένη τιμή εξάσκησης και την πώληση ενός άλλου δικαιώματος αγοράς με χαμηλότερη τιμή εξάσκησης, όπου και τα δύο έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως¹⁰⁰.

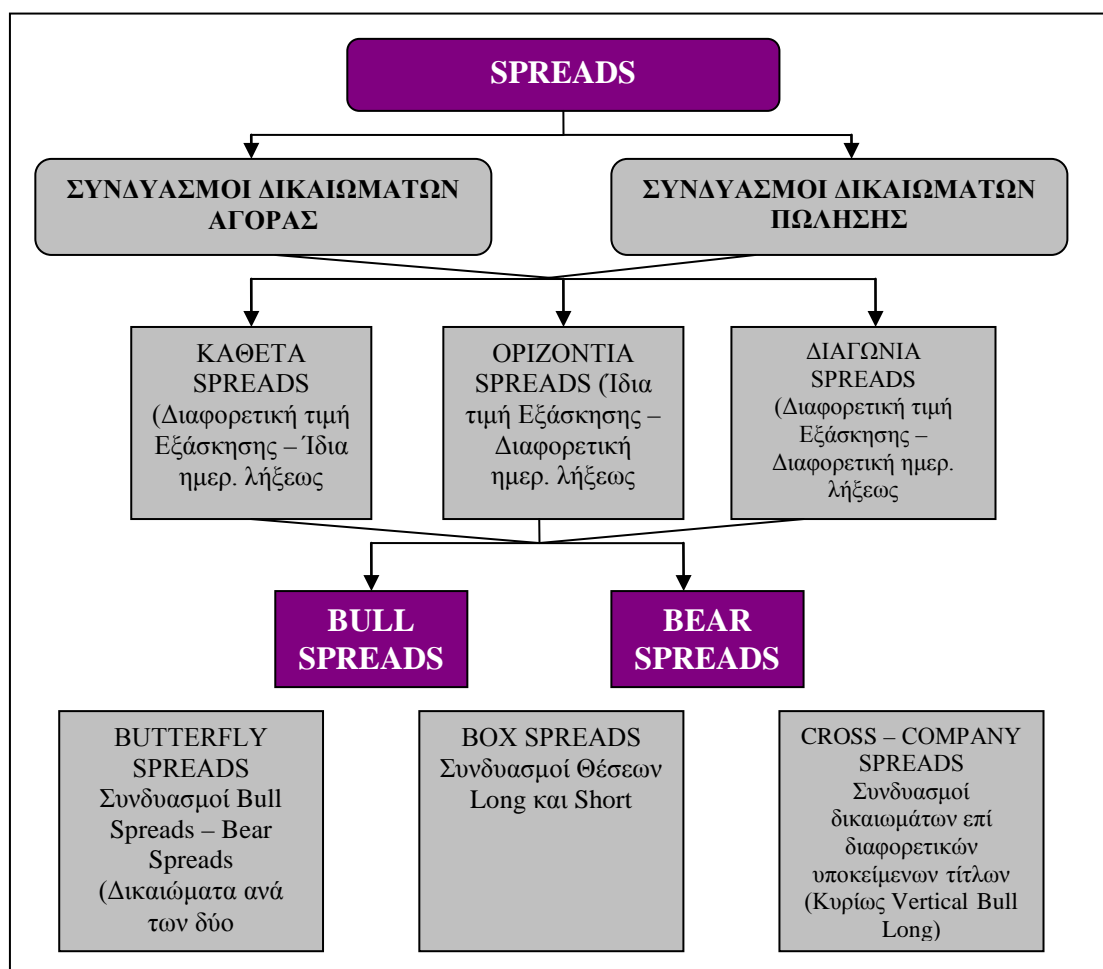
Σε αντίθετη περίπτωση, ένα Spread δικαιώματος αγοράς με προσδοκίες ανατιμήσεως συνίσταται στην απόκτηση ενός δικαιώματος αγοράς με συγκεκριμένη τιμή εξάσκησης και την πώληση ενός άλλου δικαιώματος αγοράς με υψηλότερη τιμή εξάσκησης. Σε αυτό το σημείο τα δύο δικαιώματα αγοράς έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως. Η βασική παρατήρηση για τα bear Spreads είναι ότι χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές που επιθυμούν μέτρια απόδοση με περιορισμό του κινδύνου που αναλαμβάνουν¹⁰¹.

⁹⁹ http://www.adex.ase.gr/AdexDownload/jul_sep.pdf, «Επενδυτικές στρατηγικές για αντιστάθμιση του κινδύνου», προσπελάστηκε 1/2/2013

¹⁰⁰ Πορφύρης Ν., Ηλιάδης Ι., (2004), «Στρατηγικές Συναλλαγών σε Δικαιώματα», Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων

¹⁰¹ Νικήτα Μάγδα, (2003), «Παράγωγα και Θέσεις», εκδ. Γρηγόρης, Αθήνα

Διάγραμμα 4.4.1.1: Κατηγορίες Spreads



Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

4.4.2 Κάθετο Spread με προσδοκίες ανατιμήσεως

Έστω ότι έχουμε ένα Spread δικαιώματος αγοράς με προσδοκίες ανατιμήσεως (bull Spreads), όπου το ένα δικαίωμα αγοράς αγοράζεται 3 ευρώ με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και το άλλο δικαίωμα αγοράς πωλείται 1 ευρώ με τιμή εξάσκησης 55 ευρώ. Και τα δύο δικαιώματα αγοράς αφορούν στο ίδιο υποκείμενο μέσο και έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως¹⁰².

Οι διαφορετικές τιμές εξάσκησης και η ίδια ημερομηνία λήξεως δημιουργούν ένα κάθετο Spread με συνδυασμούς δικαιωμάτων αγοράς. Συγκεντρωτικά, πρόκειται

¹⁰² Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα

για ένα κάθετο Spread με προσδοκίες ανατιμήσεως (Vertical bull Spread) με χρήση δικαιωμάτων αγοράς.

Έχοντας ως βάση ότι η τιμή εξάσκησης του δικαιώματος αγοράς που αγοράζεται κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από την τιμή εξάσκησης του δικαιώματος αγοράς που πωλείται προκύπτει ότι η στρατηγική αυτή απαιτεί καθαρή εκροή κατά την διαμόρφωση της και καταλήγει σε καθαρή θετική θέση.

Πίνακας 4.4.2.1: Στρατηγική Bull Spread

Τιμή Μετοχής	Αγορά Δικαιώματος Αγοράς (Call Holder)	Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Call Writer)	Bull Sread
35	Δεν εξασκείται	Δεν εξασκείται	-2
40	Δεν εξασκείται	Δεν εξασκείται	-2
50	Δεν εξασκείται	Δεν εξασκείται	-2
52	2	Δεν εξασκείται	0
54	4	Δεν εξασκείται	2
55	5	Δεν εξασκείται	3
55,5	5,5	-0,5	3
60	10	-5	3
65	15	-10	3
70	20	-15	3

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

4.4.3 Κάθετο Spread με προσδοκίες υποτιμήσεως

Ας υποθέσουμε πως έχουμε ένα Spread δικαιώματος αγοράς με προσδοκίες υποτιμήσεως (bear Spread) όπου το αγοραζόμενο δικαίωμα αγοράς αγοράζεται έχει τιμή – premium 2 ευρώ με τιμή εξάσκησης 55 ευρώ και το πωλούμενο δικαίωμα αγοράς (call) πωλείται 6 ευρώ (δηλαδή έχει τιμή – premium 3 ευρώ) με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ. Και τα δύο δικαιώματα αγοράς αφορούν στο ίδιο υποκείμενο μέσο και έχουν την ίδια ημερομηνία λήξεως¹⁰³.

Οι διαφορετικές τιμές εξάσκησης και η ίδια ημερομηνία λήξεως δημιουργούν ένα κάθετο Spread με συνδυασμούς δικαιωμάτων αγοράς. Δεδομένου ότι το αγοραζόμενο δικαίωμα αγοράς έχει τιμή εξάσκησης υψηλότερη από το πωλούμενου δικαιώματος αγοράς, διαμορφώνεται ένα κάθετο Spread με προσδοκίες υποτιμήσεως

¹⁰³ Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

με χρήση δικαιωμάτων αγοράς. Η καθαρή τελική θέση είναι αρνητική, εφόσον η χαμηλότερη τιμή του πωλούμενου δικαιώματος απαιτεί υψηλότερο premium με αποτέλεσμα η αρχική εισροή είναι υψηλότερη από την αρχική εκροή.

Πίνακας 4.4.3.1: Στρατηγική Bear Spread

Τιμή Μετοχής	Αγορά Δικαιώματος Αγοράς (Call Holder)	Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Call Writer)	Bear Sread
35	Δεν εξασκείται	Δεν εξασκείται	4
40	Δεν εξασκείται	Δεν εξασκείται	4
50	Δεν εξασκείται	Δεν εξασκείται	4
52	Δεν εξασκείται	-2	2
54	Δεν εξασκείται	-4	0
55	Δεν εξασκείται	-5	-1
57	2	-7	-1
60	5	-10	-1
65	10	-15	-1
70	15	-20	-1

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

4.4.4 Στρατηγική Butterfly Spread

Η εφαρμογή της στρατηγικής αυτής διαμορφώνεται με τη χρήση δικαιωμάτων αγοράς. Η στρατηγική Butterfly Spread μπορεί να διαμορφωθεί με διαφορετικούς συνδυασμούς δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης. Πιο αναλυτικά υπάρχει περίπτωση για παράδειγμα να διαμορφωθεί με τη χρήση δικαιωμάτων πώλησης επί της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ¹⁰⁴:

- Αγορά δικαιώματος πώλησης με χαμηλή τιμή εξάσκησης.
- Αγορά δικαιώματος πώλησης με υψηλότερη τιμή εξάσκησης.
- Πώληση δύο δικαιωμάτων πώλησης με ενδιάμεση τιμή εξάσκησης.

Έστω ότι ένας επενδυτής προβαίνει στον συνδυασμό δικαιωμάτων Αγορά δικαιώματος αγοράς, επί της μετοχής της εταιρείας ΑΒΓ, με τιμή εξάσκησης 30 ευρώ και premium 5 ευρώ (χαμηλή τιμή εξάσκησης), Αγορά δικαιώματος αγοράς, επί της μετοχής της εταιρείας ΧΨΩ, με τιμή εξάσκησης 50 ευρώ και premium 2 ευρώ (υψηλότερη τιμή εξάσκησης), Πώληση δύο δικαιωμάτων αγοράς, επί της μετοχής της

¹⁰⁴ Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

εταιρείας ΧΨΩ, με τιμή εξάσκησης 40 ευρώ και premium 3 ευρώ (με ενδιάμεση τιμή εξάσκησης). Η ημερομηνία λήξεως των ανωτέρω δικαιωμάτων είναι η ίδια.

Πίνακας 4.4.4.1: Στρατηγική Butterfly Spread

Τιμή Μετοχής	Αγορά Δικαιώματος Αγοράς (Χαμηλή τιμή)	Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Ενδιάμεση τιμή)	Πώληση Δικαιώματος Αγοράς (Ενδιάμεση τιμή)	Αγορά Δικαιώματος Αγοράς (Υψηλή τιμή)	Butterfly Spread
65	30	-22	-22	13	-1
60	25	-17	-17	8	-1
55	20	-12	-12	3	-1
52	17	-9	-9	0	-1
50	15	-7	-7	-2	-1
49	14	-6	-6	-2	0
48	13	-5	-5	-2	1
45	10	-3	-3	-2	2
44	9	-1	-1	-2	5
43	8	0	0	-2	6
40	5	3	3	-2	9
37	2	3	3	-2	6
35	0	3	3	-2	4
33	-2	3	3	-2	2
32	-3	3	3	-2	1
31	-4	3	3	-2	0
30	-5	3	3	-2	-1
25	-5	3	3	-2	-1
20	-5	3	3	-2	-1

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005.

Από τον εν λόγω πίνακα συμπεραίνουμε πως η παρούσα στρατηγική καταλήγει σε παρεμφερή, όσον αφορά τα κέρδη, αποτελέσματα με τη στρατηγική πώληση straddle (short position), με κλείδωμα όμως των ζημιών σε πολύ χαμηλό επίπεδο, εν αντιθέσει με τη στρατηγική straddle που υφίσταται όλη τη ζημιά της αρνητικής εξέλιξης. Ως προς την εφαρμογή της είναι ευδιάκριτο ότι είναι αποτελεσματική σε αγορά με μικρές διακυμάνσεις και μεταβλητότητα.

4.4.5 Στρατηγική Box Spread

Η στρατηγική αυτή αξιοποιεί αδυναμίες σωστής τιμολόγησης στην αγορά και οδηγεί σε εξισορροπητική κερδοσκοπία. Μέσω αυτής γίνεται χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης ή με το συνδυασμό δικαιωμάτων προαίρεσης και άλλων παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η βασική διαδικασία για τη διαμόρφωση της στρατηγικής Box απαιτεί το συνδυασμό τεσσάρων θέσεων, εκ των οποίων ανά δύο διαμορφώνουν μια θέση αγοράς (long position) και μια θέση πώλησης (short position). Ανάλογα με τους συνδυασμούς το τελικό αποτέλεσμα είναι η δημιουργία ενός long Box ή ενός short Box¹⁰⁵.

Για παράδειγμα ως προς τη δημιουργία του long Box κρίνεται απαραίτητη η ταυτόχρονη συμμετοχή δύο θέσεων:

- *Αγορά ενός δικαιώματος αγοράς και πώληση ενός δικαιώματος πώλησης. (Συνολική θέση long, αφού και στις δύο περιπτώσεις υπάρχει δέσμευση παραλαβής του υποκείμενου τίτλου).*
- *Πώληση ενός δικαιώματος αγοράς και πώληση ενός δικαιώματος πώλησης. (Συνολική θέση short, αφού και στις δύο περιπτώσεις υπάρχει δέσμευση παραλαβής του υποκείμενου τίτλου).*
- *Οι τιμές εξάσκησης της πρώτης θέσης είναι χαμηλότερες των τιμών εξάσκησης της δεύτερης θέσης. Έτσι λογικά επιτυγχάνεται διαφοροποίηση και των τιμών (premium) των δικαιωμάτων.*

¹⁰⁵ Δελλή Βασιλική – Χριστίνα, (2007), «Επενδυτικές στρατηγικές – Ελληνικό Χρηματιστήριο 2002-2005», Διπλωματική εργασία, τμήμα Οικιακής Οικονομίας και Οικολογίας, Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο, Αθήνα

Πίνακας 4.4.5.1: Στρατηγική long Box

Τιμή Μετοχής	Αγορά Δικαιώματος Αγοράς	Πώληση Δικαιώματος Πώλησης	Αγορά Δικαιώματος Πώλησης	Πώληση Δικαιώματος Αγοράς	long Box
70	42	5	-6	-38	3
65	37	5	-6	-33	3
60	32	5	-6	-28	3
55	27	5	-6	-23	3
50	22	5	-6	-18	3
45	17	5	-6	-13	3
40	12	5	-6	-8	3
35	7	5	-6	-3	3
32	4	5	-6	0	3
30	2	5	-6	2	3
28	0	5	-4	2	3
25	-3	5	-1	2	3
24	-3	4	0	2	3
20	-3	0	4	2	3
19	-3	-1	5	2	3
15	-3	-5	9	2	3
10	-3	-10	14	2	3
5	-3	-15	19	2	3

Πηγή: Αγγελόπουλος Παναγιώτης, 2005

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με την μελέτη που έχει πραγματοποιηθεί προκύπτει ότι, ως κεφαλαιαγορά (capital market) είναι η αγορά κατά την οποία επιζητούνται και παρέχονται κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια, προσφέρονται από τους αποταμιευτές είτε προς το ίδιο το κράτος, είτε προς τις επιχειρήσεις. Κατά την αγορά των μετοχών οι επενδυτές αποκτούν δικαιώματα απέναντι στην επιχείρηση, πράγμα όμως που δεν συμβαίνει με την αγορά των ομολόγων. Για να μπορέσει μία επιχείρηση να εισαγάγει τις μετοχές της σε μία αγορά οφείλει να λάβει υπόψη της συγκεκριμένες προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται από την μεριά της.

Σε γενικές γραμμές τα Χρηματιστήρια διευκολύνουν τις συναλλαγές γιατί επιτρέπουν στους εκπροσώπους της προσφοράς και της ζήτησης ορισμένων αγαθών να συναντώνται σε ορισμένο χώρο και χρόνο. Ακόμη, επιτρέπουν την ελεύθερη διαμόρφωση των τιμών των αγαθών, με βάση το θεμελιώδη νόμο της προσφοράς και της ζήτησης και έτσι αποφεύγεται ή περιορίζεται ο κίνδυνος της δημιουργίας τεχνητών τιμών. Ωστόσο όμως, λόγω της οικονομικής κρίσης που έχει κατακλίσει την Ελληνική αγορά από το 2009 έως και σήμερα, ο απολογισμός της κρίσης για το ΧΑΑ ήταν η πλήρης κατάρρευση των οικονομικών δεικτών, των κεφαλαιοποιήσεων, των αποδόσεων και των περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων.

Μέσα από την έρευνα μας, διακρίναμε την παρουσίαση των κινδύνων που επισκιάζουν τους επενδυτές. Συγκεκριμένα ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι κάθε απόκλιση από την αναμενόμενη απόδοση. Για το λόγο αυτό έχουν σχεδιαστεί μέθοδοι ως προς τη συνολική μέτρηση όλων των κινδύνων όπως η μέθοδος Total Risk Management και η μέθοδος Value at Risk (VAR). Μετά την αναγνώριση και την μέτρηση των χρηματοοικονομικών κινδύνων είναι η διαχείριση και η αντιστάθμιση αυτών. Η αντιστάθμιση αλλά και η διαχείριση των κυριότερων χρηματοοικονομικών κινδύνων πραγματοποιείται κατά βάση με τη χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Τα πιο συνηθισμένα χρηματοοικονομικά παράγωγα είναι τα Προθεσμιακά Συμβόλαια, τα Μελλοντικά Συμβόλαια, τα Δικαιώματα Προαίρεσης, οι Ανταλλαγές, τα Λοιπά παράγωγα, όπως FRAs, Caps, Floors, Collars, Warrants και τα Πιστωτικά παράγωγα. Τα παράγωγα σε γενικές γραμμές, κινούνται εκτός οργανωμένων αγορών

και τα χαρακτηριστικά τους διαμορφώνονται από τους αντισυμβαλλόμενους, προκειμένου να καλύπτουν επακριβώς τις ανάγκες τους.

Όσον αφορά τα δικαιώματα προαίρεσης, διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες, στα δικαιώματα αγοράς (call options) και στα δικαιώματα πώλησης (put options). Ένα δικαίωμα προαίρεσης δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα, χωρίς να τον υποχρεώνει, να αγοράσει ή να πουλήσει σε συγκεκριμένη προκαθορισμένη τιμή ένα χρηματοοικονομικό προϊόν. Επιπρόσθετο βασικό χαρακτηριστικό για τη διαμόρφωση ενός δικαιώματος προαίρεσης κρίνεται η κατάρτιση ανάμεσα στους αντισυμβαλλόμενους, με τη συμμετοχή του γραφείου εκκαθάρισης, ενός συμβολαίου στο οποίο καθορίζονται οι όροι και τα χαρακτηριστικά του δικαιώματος.

Η τιμή εξάσκησης ή άσκησης είναι η προκαθορισμένη τιμή του υποκείμενου τίτλου με βάση την οποία θα γίνει η παράδοση ή παραλαβή του υποκείμενου τίτλου ή η τιμή βάσει της οποίας θα υπολογισθεί το ποσό σε μετρητά που θα καταβληθεί στον κάτοχο του δικαιώματος. Η ημερομηνία λήξεως είναι η ημερομηνία κατά την οποία το δικαίωμα προαίρεσης λήγει και κατά συνέπεια, εάν δεν εξασκηθεί, πριν ή κατά την ημερομηνία αυτή, παύει να υφίσταται, δεν έχει καμία αξία και ο κάτοχος της χάνει κάθε δικαίωμα που προκύπτει από το συμβόλαιο.

Ο αγοραστής ενός δικαιώματος αγοράς, εκτιμά ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου έως τη λήξη του συμβολαίου θα αυξηθεί, ενώ ο πωλητής ενός δικαιώματος αγοράς ότι θα μειωθεί έως τη λήξη του συμβολαίου. Ο αγοραστής ενός δικαιώματος πώλησης πιστεύει ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα μειωθεί και θα διατηρηθεί σε επίπεδο χαμηλότερο της τιμής εξάσκησης, έως τη λήξη του συμβολαίου. Αντιθέτως, ο πωλητής ενός δικαιώματος πώλησης υποθέτει ότι η τιμή του υποκείμενου τίτλου θα αυξηθεί και θα διατηρηθεί σε επίπεδο υψηλότερο της τιμής εξάσκησης, έως τη λήξη του συμβολαίου.

Συνολικά, τα δικαιώματα που χρησιμοποιούνται ως μέσα κερδοσκοπίας, υπάρχει περίπτωση να επιφέρουν αρνητικά αποτελέσματα. Τα προϊόντα αυτά, οπότε, κρίνονται ως επικίνδυνα στην περίπτωση που ο χρήστης δε γνωρίζει επαρκώς τη λειτουργία τους και το βαθμό μόχλευσης που περιλαμβάνουν. Έχοντας τις κατάλληλες γνώσεις ως προς τους κανόνες των αγορών, στις οποίες διαπραγματεύονται τα δικαιώματα, περιορίζονται οι αναλαμβανόμενοι κίνδυνοι. Αυτό που οφείλουμε ωστόσο να επισημάνουμε, είναι πως τα προϊόντα αυτά αποτελούν αντικείμενο συναλλαγών πριν την ημερομηνία λήξεως τους στην αγορά.

Βασικό χαρακτηριστικό των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι το πλεονέκτημα που δίνεται στους χρήστες τους να δημιουργήσουν απλές αλλά και σύνθετες στρατηγικές. Οι στρατηγικές αυτές χρησιμοποιούνται από τους χρήστες των δικαιωμάτων προαίρεσης σύμφωνα με τις προβλέψεις τους, τον κίνδυνο που επιθυμούν να αναλάβουν και το σκοπό για τον οποίο χρησιμοποιούν τα συγκεκριμένα δικαιώματα. Οι πιο γνωστές στρατηγικές των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι η καλυμμένη πώληση δικαιώματος αγοράς, η καλυμμένη πώληση δικαιώματος πώλησης, το Προστατευτικό Δικαίωμα Πώλησης και το προστατευτικό δικαίωμα αγοράς.

Η αγορά ενός straddle αφορά μία στρατηγική που χρησιμοποιείται κατά βάση, όταν ο επενδυτής προβλέπει ότι θα διαμορφωθούν μεγάλες κινήσεις στην τιμή της μετοχής. Η στρατηγική strangle διαφέρει από τη στρατηγική straddle μόνο ως προς τη τιμή εξάσκησης. Τα Spreads είναι στρατηγικές που διαμορφώνονται με την εφαρμογή και τον συνδυασμό δικαιωμάτων της ίδιας κατηγορίας. Τα δικαιώματα αυτά μπορεί να έχουν διαφορετική τιμή εξάσκησης ή ημερομηνία λήξεως ή και τα δύο. Η στρατηγική Butterfly Spread είναι αποτελεσματική σε αγορά με μικρές διακυμάνσεις και μεταβλητότητα. Η στρατηγική Box απαιτεί το συνδυασμό τεσσάρων θέσεων, εκ των οποίων ανά δύο διαμορφώνουν μια θέση αγοράς (long position) και μια θέση πώλησης (short position).

Το γενικό συμπέρασμα από την εν λόγω έρευνα είναι πως ο κάθε επενδυτής οφείλει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός και να λαμβάνει υπόψη του την στρατηγική με την οποία θα μπορέσει να πετύχει τους στόχους του. Επίσης, καλό θα είναι να ενημερώνεται συνεχώς για την εξέλιξη του Χρηματιστηρίου και της αγοράς και να δέχεται κάθε συμβουλή από άτομα που έχουν περισσότερες γνώσεις ως προς την άσκηση των δικαιωμάτων. Η επιλογή για το αν θα ασκήσει το δικαίωμα του ναι μεν είναι στην δική του κρίση, ωστόσο όμως θα πρέπει να εξετάσει και να είναι σε θέση να προβλέψει για το αν θα του επιφέρει κέρδος ή ζημία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική Βιβλιογραφία

Αγγελόπουλος Παναγιώτης, (2005), «Εισαγωγή στα Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», β' έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα

Αλεξιάκης Παναγιώτης, (2006), «Το ελληνικό χρηματιστήριο κάτω από τις ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές εξελίξεις», εκδ. Ελλήν, Αθήνα

Δελλή Βασιλική – Χριστίνα, (2007), «Επενδυτικές στρατηγικές – Ελληνικό Χρηματιστήριο 2002-2005», Διπλωματική εργασία, τμήμα Οικιακής Οικονομίας και Οικολογίας, Χαροκόπειο Πανεπιστήμιο, Αθήνα

Δημητρόπουλος Παναγιώτης, (1999), «Τα παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο», εκδ. Φυκίρης & ΣΙΑ Ο.Ε., Αθήνα

Καραθανάσης Γ., (1996), «Βασικές αρχές Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και Χρηματιστηριακές Αγορές», εκδόσεις Ευγ. Μπένου, Αθήνα

Κοδέλλα Θ., Μανιδάκης Ξ., (2011), «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Αδυναμίες και Προοπτικές σε περίοδο οικονομικής κρίσης», Πτυχιακή εργασία, τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων, ΤΕΙ Κρήτης, Ηράκλειο

Μαλακός Π., Δεμίρης Χ., (1993), «Νέα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος

Μαλινδρέτου Βασιλική, (2002), «Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα

Νικήτα Μάγδα, (2003), «Παράγωγα και Θέσεις», εκδ. Γρηγόρης, Αθήνα

Ξανθάκης Μ., «Συμπληρωματικές σημειώσεις για το μάθημα Αγορές Χρήματος»

Πορφύρης Ν., Ηλιάδης Ι., (2004), «Στρατηγικές Συναλλαγών σε Δικαιώματα», Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων

Σταματούλα Όλγα, (2009), «Η διαχείριση των κρίσεων στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά», Διπλωματική εργασία, τμήμα Πληροφορικής και Οικονομικών Επιστημών, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο, Θεσσαλονίκη

Τσελεπή Αγνή, (2011), «Εφαρμογή της μεθόδου των δικαιωμάτων προαίρεσης στη διοίκηση και ανάπτυξη των πληροφοριακών συστημάτων», Διπλωματική εργασία, τμήμα Πληροφορικής και Οικονομικών Επιστημών, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο, Θεσσαλονίκη

Χούφσμιτ Γ., Παυλόπουλος Γ., Κοτζιάς Ν., (2006), «Πολιτική οικονομία των χρηματιστηριακών αγορών», εκδ. Καστανιώτη, Αθήνα

Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. – Αγορά Παραγώγων Διεύθυνση Ανάπτυξης Εργασιών, Τμήμα Marketing, (2004), «Τα Προϊόντα της Αγοράς Παραγώγων»

Χρηματιστήριο Αθηνών – Αγορά Παραγώγων Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων, (2002), «Βασικές Διαδικασίες για Δικαιώματα Προαίρεσης επί Μετοχών»

Διαδικτυακή βιβλιογραφία

<http://www.iraj.gr/IRAJ/Derivatives.pdf>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

<http://www.realestatenews.gr/ependyseis/symferei/11570-oi-ependitikes-stratigikes-tis-ifesis2>, «Οι επενδυτικές στρατηγικές της ύφεσης», προσπελάστηκε 1/2/2013

http://www.adex.ase.gr/AdexDownload/jul_sep.pdf, «Επενδυτικές στρατηγικές για αντιστάθμιση του κινδύνου», προσπελάστηκε 1/2/2013

<http://www.adex.ase.gr/AdexHomeGR/proposal/contracts/contract2/>, «Δικαιώματα προαίρεσης σε μετοχές», προσπελάστηκε 1/2/2013

<http://www.opengov.gr/γροίαν/?p=2429>, «Δικαίωμα προαίρεσης», προσπελάστηκε 1/2/2013

<http://www.actuar.aegean.gr/notes/Derivatives.pdf>, «Παράγωγα», προσπελάστηκε 1/2/2013

<http://digilib.lib.unipi.gr/dspace/bitstream/unipi/2990/1/>, «Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα», προσπελάστηκε 1/2/2013

https://www.tradedirect.gr/TradeDirect/resources/publicpdfs/Ependutikoi_Kindunoi_Options_XPA.pdf, «Επενδυτικοί κίνδυνοι πράξεων επί παραγώγων δικαιώματα προαίρεσης», προσπελάστηκε 1/2/2013