

ΑΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ
ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΤΙΤΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ: ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΟΦΕΛΗ ΑΠΟ ΤΟ MARGIN
FINANCE ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΠΑΠΑΔΟΜΑΝΩΛΑΚΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ
ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΣΥΝΤΑΞΗΣ: ΧΕΙΝΟΠΩΡΟΣ ΦΩΤΙΟΣ



ΜΑΙΟΣ 2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2:ΕΝΝΟΙΕΣ ΟΡΟΛΟΓΙΕΣ	
2.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ MARGIN ACCOUNT.....	2
2.2 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ.....	2
2.3 ΕΞΑΣΦΑΛΙΣΗ ΠΙΣΤΩΣΗΣ.....	4
2.3.1 ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ.....	4
2.3.2 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ.....	4
2.3.4 ΔΕΣΜΕΥΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ.....	5
2.3.5 ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ.....	5
2.3.6 ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΡΧΙΚΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ.....	5
2.3.7 ΕΛΛΕΙΜΑ/ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ.....	5
2.3.8 ΚΑΛΥΨΗ ΑΡΧΙΚΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ.....	6
2.3.9 ΔΙΑΤΗΡΗΤΕΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ.....	6
2.3.10 ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΔΙΑΤΗΡΗΤΕΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ.....	6
2.3.11 ΚΑΛΥΨΗ ΔΙΑΤΗΡΗΤΕΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ.....	6
3 ΑΝΩΤΑΤΟ ΟΡΙΟ ΠΙΣΤΩΣΗΣ.....	7
4 ΥΠΟΧΡΕΩΣΗ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ ΠΕΛΑΤΗ.....	7
5 MARGIN ACCOUNT ΚΑΙ ΞΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.....	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3:ΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	
3.1 ΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ.....	12
3.2 ΚΥΡΙΟΤΕΡΑ ΣΗΜΕΙΑ ΝΟΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ.....	13
3.3 ΝΟΜΟΙ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΙ.....	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4:ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΟΦΕΛΟΙ	
4.1 ΚΙΝΔΥΝΟΙ.....	18
4.2 ΟΦΕΛΗ.....	22
4.3 ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΑΠΟ ΤΟ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ MARGIN ACCOUNT ΚΑΙ SHORT SELLING.....	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΑΧΕ ΚΑΙ ΕΠΕΥ ΣΤΟ ΝΕΟ ΠΡΟΙΟΝ	24
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Η ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ	
6.1 ΣΕ ΣΜΕ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ.....	27

6.2 ΑΓΟΡΑ ΣΜΕ ΛΟΓΩ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ ΑΝΟΔΟΥ.....	29
6.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΓΙΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	31
6.4 ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΠΩΛΗΣΗΣ ΜΕ ΣΥΜΦΩΝΟ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ.....	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΒΕΛΤΙΩΣΕΙΣ	
7.1 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΗΣ IOSCO.....	37
7.2 ΥΠΟΜΝΗΜΑ ΟΚΤΩ ΣΗΜΕΙΩΝ ΣΜΕΧΑ.....	39
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	42

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αγορά μετοχών με πίστωση ως διαδικασία δεν διαφέρει σε τίποτα από την απόκτηση ενός σπιτιού, αυτοκινήτου ή οποιουδήποτε άλλου περιουσιακού στοιχείου με αρχική καταβολή μόνο μέρους της αξίας του και δανεισμό του υπολοίπου από μια τράπεζα ή άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

Η δυνατότητα παροχής πιστώσεων από τα μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών προς τους πελάτες τους με σκοπό τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών (margin account) ρυθμίστηκε για πρώτη φορά με το ν. 2843/2000.

Το μοντέλο παροχής πιστώσεων που επελέγη για την ελληνική αγορά είναι ανάλογο με εκείνα που εφαρμόζονται διεθνώς, ιδίως στις Η.Π.Α.

Στηρίζεται στην γενική αρχή κατά την οποία η πίστωση δίδεται μόνον κατόπιν σχετικής έγγραφης σύμβασης μεταξύ μέλους και πελάτη και εφόσον ο τελευταίος παρέχει στο μέλος αντίστοιχη εξασφάλιση της πίστωσης, επί της οποίας υφίσταται νόμιμο ενέχυρο υπέρ του μέλους. Σκοπός της εργασίας είναι η κατανόηση του βασικού συστήματος λειτουργίας του margin account, οι κίνδυνοι και τα οφέλη για τους επενδυτές, στρατηγικές ομαλότερης λειτουργίας και κάποιες προτάσεις για βελτίωση του νέου αυτού θεσμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΝΝΟΙΕΣ-ΟΡΟΛΟΓΙΕΣ

2.1 ΤΙ ΕΙΝΑΙ MARGIN ACCOUNT

Το margin account παρέχει στους επενδυτές τη δυνατότητα να αγοράσουν περισσότερες μετοχές από εκείνες που θα τους επέτρεπε το διαθέσιμο κεφάλαιό τους χρησιμοποιώντας τη τεχνική μόχλευσης. Ωστόσο, η αγορά μετοχών με πίστωση είναι μία τεχνική που πρέπει να χρησιμοποιείται από επενδυτές που είναι εξοικειωμένοι με αυτό το εργαλείο και γνωρίζουν τη λειτουργία του.

Με απλά λόγια ο Επενδυτής παίρνει πίστωση (δάνειο) από τη Χρηματιστηριακή Εταιρία προκειμένου να αγοράσει περισσότερες μετοχές από αυτές που είναι διατεθειμένος να αποπληρώσει εντός του T + 3 όπως ορίζεται από την νομοθεσία για αγορά μετοχών τοις μετρητοίς.

Ο Επενδυτής χρειάζεται σε αυτή την περίπτωση να ανοίξει Λογαριασμό Περιθωρίου ή άλλως Λογαριασμό Πίστωσης. Με άλλα λόγια δανειακό λογαριασμό. Ο λογαριασμός αυτός είναι διαφορετικός από τον λογαριασμό τοις μετρητοίς στον οποίο ο Επενδυτής πρέπει να έχει επαρκές υπόλοιπο προκειμένου να προβεί σε αγορά μετοχών.

Για Λογαριασμό Περιθωρίου ο Επενδυτής πληρώνει τόκους. Το δάνειο που χορηγεί η Χρηματιστηριακή Εταιρία έχει ορισμένη ή αόριστη διάρκεια αλλά η Χρηματιστηριακή Εταιρία μπορεί να το ανακαλέσει οποτεδήποτε με προηγούμενη ειδοποίηση του πελάτη σύμφωνα με τις προϋποθέσεις που ορίζονται στην σχετική σύμβαση. Μια από αυτές τις περιπτώσεις είναι όταν Επενδυτής επανειλημμένα δεν ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις του, όπως αυτές προβλέπονται από την σύμβαση.

2.2 ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ

Οι ειδικότεροι όροι και προϋποθέσεις για την εκ μέρους των μελών του ΧΑΑ παροχή πιστώσεων ορίζονται στον νόμο, αλλά και στις κατ' εξουσιοδότηση αυτού εκδοθείσες κανονιστικές διατάξεις των αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και της Πράξης του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι ειδικότερα οι ακόλουθες :

1. Προηγούμενη έγγραφη σύμβαση

Η πίστωση παρέχεται μόνον εφόσον έχει προηγηθεί έγγραφη σύμβαση μεταξύ του μέλους και του πελάτη, η οποία καταρτίζεται σύμφωνα με τον Κώδικα Δεοντολογίας Ε.Π.Ε.Υ. (απόφαση ΥΠ.ΕΘ.Ο. 12263/Β500/11.04.1997), το δε ελάχιστο περιεχόμενό της πρέπει να περιλαμβάνει σε κάθε περίπτωση τα εξής:

1. Τη **διάρκεια** της σύμβασης και τον τρόπο λύσης της.
2. Αναλυτικά τις **επιβαρύνσεις του Πελάτη** για την παροχή Πίστωσης με ειδική αναφορά στο επιτόκιο, στην περίοδο εκτοκισμού και σε τυχόν λοιπές επιβαρύνσεις υπέρ της εταιρείας ή τρίτων.
3. Τη **βασική λειτουργία** του μηχανισμού παροχής Πιστώσεων, κατά τρόπο κατανοητό.
4. Τα **Στοιχεία** που δύνανται να απαρτίζουν το Χαρτοφυλάκιο Ασφάλειας, όπως αυτά προσδιορίζονται παρακάτω.
5. Τα οριζόμενα από το Μέλος **ποσοστά** Αρχικού Περιθωρίου και Διατηρητέου Περιθωρίου.
6. Τη διαδικασία **τροποποίησης ή λύσης** της σύμβασης η οποία θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να διενεργείται εγγράφως.
7. Τη **σειρά εκποίησης των Στοιχείων** του Χαρτοφυλακίου στην οποία θα προβαίνει το Μέλος σε περίπτωση μη προσήκουσας κάλυψης περιθωρίου.
8. Τη διαδικασία και τους όρους **Δέσμευσης και Αποδέσμευσης Στοιχείων** του Χαρτοφυλακίου Ασφάλειας.
9. **Δήλωση του πελάτη** ότι είναι ενημερωμένος για τον κίνδυνο που ενέχει η διενέργεια συναλλαγών με πίστωση και για την υποχρέωση κάλυψης των περιθωρίων, όπως και των συνεπειών από τη μείωση του περιθωρίου κάτω από το απαιτούμενο διατηρητέο περιθώριο και ιδιαίτερα, μεταξύ άλλων, του χρόνου και των διαδικασιών εκποίησης Στοιχείων του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας.

Σημειώνεται ότι η σύμβαση μπορεί να προβλέπει την παροχή Πιστώσεων με όρους αυστηρότερους από αυτούς που καθορίζονται στο Νόμο.

Ως **πελάτης**, νοείται κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, όπως και οι θεσμικοί επενδυτές εσωτερικού ή εξωτερικού συμπεριλαμβανομένων και των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών.

2.3 Εξασφάλιση της πίστωσης

2.3.1 Χαρτοφυλάκιο Ασφάλειας

Για την εξασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων που απορρέουν από την παροχή της πίστωσης για αγορά μετοχών, ο πελάτης παρέχει ως ασφάλεια κινητές αξίες ή μετρητά το σύνολο των οποίων ονομάζεται **Χαρτοφυλάκιο Ασφάλειας**.

Αναλυτικότερα, το χαρτοφυλάκιο ασφάλειας αποτελείται υποχρεωτικά από τις μετοχές οι οποίες αγοράζονται με πίστωση ή και από άλλες κινητές αξίες, τις οποίες παρέχει συμπληρωματικά ο πελάτης ως ασφάλεια ώστε να τηρούνται τα όρια αρχικού ή και διατηρητέου περιθωρίου.

Σε περίπτωση που στο χαρτοφυλάκιο ασφάλειας περιλαμβάνονται μετρητά, αυτά δεσμεύονται υπέρ του μέλους σε ειδικό λογαριασμό που τηρείται σε πιστωτικό ίδρυμα.

Η αξία του χαρτοφυλακίου ασφάλειας αποτιμάται κάθε εργάσιμη ημέρα, μετά τη λήξη της συνεδρίασης του Χ.Α.Α., όπως ορίζεται στο αρθρ. 8 της απόφασης 2/213/28-3-2001 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και ονομάζεται **Τρέχουσα Αξία του Χαρτοφυλακίου Ασφάλειας**.

2.3.2 Στοιχεία του Χαρτοφυλακίου Ασφάλειας

Τα στοιχεία που δύνανται να απαρτίζουν το Χαρτοφυλάκιο Ασφάλειας, είναι τα εξής:

- Μετοχές ως προς τις οποίες συντρέχουν σωρευτικά οι εξής προϋποθέσεις:
 - α) είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή είναι μετοχές οι οποίες αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά κράτους – μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης,
 - β) δεν τελούν υπό επιτήρηση, υπό αναστολή ή υπό άλλο περιορισμό ως προς τη διαπραγμάτευσή τους και
 - γ) έχει παρέλθει χρονικό διάστημα τουλάχιστον τριών (3) ημερών από την έναρξη διαπραγμάτευσή τους, σε περίπτωση που εισάγονται για πρώτη φορά μετοχές στην οικεία αγορά.

- Άυλες κινητές αξίες που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων ή
- Άλλες κινητές αξίες που εκδίδονται από κράτος – μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

2.3.3 Τα Στοιχεία του Χαρτοφυλακίου Ασφάλειας πρέπει να είναι της αποκλειστικής κυριότητας του πελάτη, ελεύθερα από κάθε βάρος και εν γένει οποιοδήποτε δικαίωμα τρίτου.

2.3.4 Δέσμευση στοιχείων χαρτοφυλακίου ασφάλειας

Ως δέσμευση στοιχείων του χαρτοφυλακίου ασφάλειας νοείται η υπαγωγή στοιχείων στο χαρτοφυλάκιο ασφάλειας και η συνακόλουθη σύσταση νομίμου ενεχύρου επ' αυτού υπέρ του μέλους.

Η δέσμευση των στοιχείων προϋποθέτει σχετική εντολή του πελάτη, εκτός από την περίπτωση των μετοχών που αγοράζονται με την πίστωση.

Αποδέσμευση στοιχείων του χαρτοφυλακίου ασφάλειας επιτρέπεται μόνον εφόσον διασφαλίζεται ότι η εν λόγω αποδέσμευση σε συνδυασμό με τυχόν άλλες συναλλαγές του πελάτη δεν δημιουργεί έλλειμμα περιθωρίου ή δεν αυξάνει το τυχόν υφιστάμενο.

2.3.5 Περιθώριο

Η διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας του χαρτοφυλακίου ασφάλειας και του χρεωστικού υπολοίπου καλείται περιθώριο.

2.3.6 Ελάχιστο ποσοστό αρχικού περιθωρίου

Το αρχικό περιθώριο ορίζεται σε ποσοστό τουλάχιστον πενήντα τοις εκατό (50%) της τρέχουσας αξίας του χαρτοφυλακίου ασφάλειας ή σε τυχόν ανώτερο που καθορίζεται στη σύμβαση μεταξύ μέλους και πελάτη.

2.3.7 Έλλειμμα / πλεόνασμα περιθωρίου

Το ποσό κατά το οποίο το περιθώριο υπολείπεται του ποσού που αντιστοιχεί στο γινόμενο του ποσοστού του αρχικού περιθωρίου επί τη συνολική τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου ασφάλειας, καλείται **έλλειμμα περιθωρίου**.

Αντίστοιχα, ως **πλεόνασμα περιθωρίου** νοείται το ποσό κατά το οποίο το περιθώριο υπερβαίνει το ποσό που αντιστοιχεί στο γινόμενο του αρχικού περιθωρίου επί τη συνολική τρέχουσα αξία του χαρτοφυλακίου ασφάλειας.

2.3.8 Κάλυψη αρχικού περιθωρίου

Για κάθε αγορά μετοχών με πίστωση, εφόσον δημιουργείται έλλειμμα περιθωρίου ή αυξάνεται το τυχόν υφιστάμενο, ο πελάτης υποχρεούται να καταβάλει μετρητά στο μέλος ή να δεσμεύσει κινητές αξίες πέραν αυτών που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο ασφάλειας, ώστε να καλυφθεί το ύψος του εν λόγω ελλείμματος που τυχόν δημιουργήθηκε ή αυξήθηκε.

Η κάλυψη του αρχικού περιθωρίου πρέπει να πραγματοποιηθεί το αργότερο μέσα στην προθεσμία εκκαθάρισης των χρηματιστηριακών συναλλαγών (τρεις εργάσιμες ημέρες από την κατάρτισή τους).

Σε περίπτωση που το αρχικό περιθώριο δεν καλυφθεί μέσα στην παραπάνω προθεσμία εκκαθάρισης, το μέλος προβαίνει χωρίς καθυστέρηση σε απ' ευθείας εκποίηση (χρηματιστηριακώς) των μετοχών που αγοράστηκαν με πίστωση και στη λήψη κάθε άλλου προβλεπόμενου στη σύμβαση ή στο νόμο μέτρου.

2.3.9 Διατηρητέο περιθώριο

Το ελάχιστο περιθώριο, το οποίο πρέπει να υφίσταται οποτεδήποτε κατά τη διάρκεια της πιστωτικής σύμβασης καλείται **διατηρητέο περιθώριο**.

2.3.10 Ελάχιστο ποσοστό διατηρητέου περιθωρίου

Το ελάχιστο ποσοστό διατηρητέου περιθωρίου, το οποίο πρέπει να τηρείται κατά τη διάρκεια της πίστωσης, καθορίζεται σε **35%** της τρέχουσας αξίας του χαρτοφυλακίου ασφάλειας.

2.3.11 Κάλυψη διατηρητέου περιθωρίου

Κάθε νέα συναλλαγή που θα διενεργείται δεν πρέπει να οδηγεί σε αύξηση του απόλυτου ύψους ελλείμματος περιθωρίου και σε κάθε περίπτωση δεν πρέπει να οδηγεί σε διαμόρφωση περιθωρίου κατώτερου από εκείνου που υπαγορεύει το ελάχιστο διατηρητέο.

Στην περίπτωση όπου το ποσοστό περιθωρίου διαμορφωθεί κάτω από το διατηρητέο περιθώριο, το μέλος απαιτεί την ίδια ημέρα από τον πελάτη να καλύψει τη διαφορά πριν τη διενέργεια αποτίμησης του χαρτοφυλακίου ασφάλειας της εργάσιμης ημέρας που ακολουθεί το σχετικό αίτημα του μέλους προς τον πελάτη.

Η εν λόγω υποχρέωση κάλυψης διατηρητέου περιθωρίου μπορεί να εκπληρωθεί με καταβολή μετρητών, με δέσμευση νέων στοιχείων του χαρτοφυλακίου ασφάλειας ή με ρευστοποίηση υφιστάμενων στοιχείων του χαρτοφυλακίου ασφάλειας.

Μέχρι την εκπλήρωση της υποχρέωσης αυτής, το μέλος δεν προβαίνει για λογαριασμό του Πελάτη σε καμία άλλη αγορά μετοχών με Πίστωση.

Σε περίπτωση μη εμπρόθεσμης και προσήκουσας συμμόρφωσης του πελάτη κατά τα παραπάνω, το μέλος προβαίνει, εντός τριών εργασίμων ημερών από τη σχετική προειδοποίηση του πελάτη, στις απαραίτητες ενέργειες για την αποκατάσταση του διατηρητέου περιθωρίου, δηλαδή : εφόσον πρόκειται για κινητές αξίες εισηγμένες στο ΧΑΑ, στην απ' ευθείας εκποίησης τους μέσω χρηματιστηρίου και εφόσον πρόκειται για άλλες κινητές αξίες, στη διενέργεια κάθε απαραίτητης πράξης για την αναγκαστική εκποίησης τους.

3.Ανώτατο όριο πίστωσης

Το ανώτατο όριο πίστωσης από Μέλη του ΧΑ καθώς και από πιστωτικό ίδρυμα μη Μέλος του ΧΑ, προς τους πελάτες καθορίζεται στο ποσό **EURO 1.000.000 ανά πελάτη**

4. Υποχρέωση ενημέρωσης του Πελάτη από το Μέλος για συναλλαγές με πίστωση

Επιπλέον των επιβαλλόμενων από την κείμενη νομοθεσία υποχρεώσεων ενημέρωσης του Πελάτη, το μέλος έχει τις ακόλουθες υποχρεώσεις:

- Να ενημερώνει τον Πελάτη το αργότερο μέχρι την έναρξη της επόμενης συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για τις συναλλαγές που πραγματοποίησε για λογαριασμό του με Πίστωση και
- Να ενημερώνει εγγράφως τουλάχιστον μηνιαίως τον Πελάτη:
 - α) αναλυτικά για τις συναλλαγές του και την κίνηση του λογαριασμού του σε χρήματα και σε Στοιχεία του Χαρτοφυλακίου Ασφάλειας κατά τον προηγούμενο μήνα καθώς και
 - β) για την αποτίμηση του Χαρτοφυλακίου Ασφάλειας και το ύψος της Πίστωσης κατά την τελευταία ημέρα της περιόδου στην οποία αναφέρεται η ενημέρωση.

5. MARGIN ACCOUNT ΚΑΙ ΞΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ.

5.1 Η εφαρμογή του μέτρου στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ

Η εφαρμογή του Margin Account στα Χρηματιστήρια των ΗΠΑ προβλέπεται από ειδικό κανονισμό ,τον Κανονισμό T (Regulation T).Ο κανονισμός αυτός αποτελεί μέρος ενός

πακέτου κανονισμών που εξέδωσε η Federal Reserve Bank και σχετίζονται με την παροχή πιστώσεων για την αγορά μετοχών με πίστωση.

Η δημιουργία του σχετικού κανονιστικού πλαισίου, σύμφωνα με τον χρηματιστηριακό νόμο του 1934, είναι ευθύνη του Board of Governors της FED. Έτσι το FED γράφει και τροποποιεί (όποτε αυτό απαιτείται) τον Κανονισμό T, ενώ οι χρηματιστηριακές αρχές όπως είναι το New York Stock Exchange (NYSE) και το National Association of Security Dealers (NASD) τον εφαρμόζουν. Ο Κανονισμός T εφαρμόζεται κυρίως στις πιστώσεις που δίνονται στους απλούς επενδυτές και ορίζει το μέγιστο ποσό που μπορεί να δώσει ο χρηματιστής ανά εντολή αγοράς. Οι κανονισμοί U και G είναι παρεμφερείς και εφαρμόζονται στις περιπτώσεις δανεισμού από τράπεζες και λοιπά ιδρύματα.

Ο Κανονισμός T προβλέπει το εκάστοτε ποσοστό του περιθωρίου (Margin Rate). Το ποσοστό αυτό ορίζεται από τη FED και αποτελεί μέρος του συστήματος ελέγχου της προσφοράς χρήματος στην οικονομία. Ενώ όμως ο συγκεκριμένος κανονισμός ορίζει τις βασικές αρχές και τους περιορισμούς στις margin συναλλαγές των πελατών, οι χρηματιστηριακές αρχές έχουν καθιερώσει κανόνες που όχι μόνο συμπληρώνουν τον Κανονισμό T, αλλά αποτελούν και υποχρεωτικές διαδικασίες μετά την ολοκλήρωση της αρχικής συναλλαγής. Οι κανονισμοί 431 και 432 του NYSE είναι δύο τέτοιοι κανόνες βάσει των οποίων προσδιορίζονται το ελάχιστο απαιτούμενο περιθώριο (το <<Αρχικό Περιθώριο>> για τη χώρα μας) και το επίπεδο Διατήρησης.

Σύμφωνα με τον Κανονισμό T, όλες οι εισηγμένες μετοχές στα Χρηματιστήρια των ΗΠΑ μπορούν να αποτελέσουν στοιχεία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας. Από το 1985 οι μετοχές της OTC (Over The Counter) αγοράς, της δευτερογενούς δηλαδή αγοράς των ΗΠΑ, οι οποίες είναι καταχωρημένες στο <<NASD National Market System>>, μπορούν να αποτελούν επίσης στοιχεία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας. Από τις λοιπές OTC μετοχές μόνο εκείνες οι οποίες έχουν ενταχθεί στη λίστα μετοχών της FED γίνονται αποδεκτές ως κάλυψη για αγορά μετοχών με πίστωση. Η λίστα αυτή αναπροσαρμόζεται σε τακτά χρονικά διαστήματα.

Μετοχές που δεν είναι καταχωρημένες στη λίστα, Δικαιώματα Προαίρεσης και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει υποχρεωτικά να εξοφλούνται τοις μετρητοίς. Ωστόσο, ξοφλημένων μετοχών αμοιβαίων κεφαλαίων οι οποίες έχουν κατατεθεί σε λογαριασμό περιθωρίου.

Ο κανονισμός αυτός τελικά αφορά και τις συναλλαγές που γίνονται μετρητοίς, αλλά και τις συναλλαγές margin. Πραγματοποιώντας μία γρήγορη επισκόπηση στις συναλλαγές

μετρητοίς και στις συναλλαγές με χρήση περιθωρίου των Χρηματιστηρίων των ΗΠΑ, επιταγές του νόμου, ορισμένες εκ των οποίων πρόκειται να εφαρμοστούν και στη χώρα μας.

Καταρχήν, υπάρχει σαφής διαχωρισμός των συναλλαγών μετρητοίς από εκείνες που εκτελούνται με τη χρήση περιθωρίου. Οι πρώτες απαιτούν την εξόφληση του αντίτιμου το πολύ εντός δύο εργάσιμων ημερών πέραν του κανονικού χρονικού ορίου εξόφλησης, που είναι τρεις ημέρες. Δηλαδή μία συναλλαγή μετρητοίς πρέπει να εξοφληθεί εντός το πολύ πέντε ημερών.

Εάν αυτό δεν συμβεί, η χρηματιστηριακή εταιρεία έχει την ευχέρεια να ακυρώσει τη συναλλαγή, πουλώντας τις ανεξόφλητες μετοχές, λογιστικοποιώντας κάθε ενδεχόμενη ζημία στον λογαριασμό του πελάτη και απαιτώντας την άμεση εξόφλησή τους. Επιπλέον, ο λογαριασμός του πελάτη <<μπλοκάρεται>> ή <<παγώνει>> για τις επόμενες 90 ημέρες, που σημαίνει ότι ο πελάτης δεν μπορεί να εκτελέσει καμία πράξη, εάν προηγουμένως δεν έχει προκαταβάλει τη συνολική αξία της σε χρήματα ή τίτλους.

Όταν η συναλλαγή γίνεται με τη χρήση περιθωρίου (margin), ο πελάτης είναι υποχρεωμένος να καταβάλει το Αρχικό Περιθώριο (σε τίτλους ή χρήματα) που προβλέπεται από τον Κανονισμό T εντός πέντε ημερών, όπως ακριβώς συμβαίνει και στις συναλλαγές μετρητοίς. Η FED ορίζει το Αρχικό Περιθώριο σε 50% της αξίας των αγοραζόμενων τίτλων. Ό,τι αναφέρθηκε προηγουμένως για τις συναλλαγές μετρητοίς, ισχύει και στην περίπτωση της καταβολής του Αρχικού Περιθωρίου.

Η Απαίτηση Καταβολής Περιθωρίου (Margin Call) μπορεί να ασκηθεί μόνο μία φορά ανά συναλλαγή. Αυτό σημαίνει ότι, εφόσον η απαιτούμενη κατάθεση γίνει από τον επενδυτή, καμία άλλη απαίτηση που να προέρχεται από ομοσπονδιακή εντολή δεν κοινοποιείται σε αυτόν. Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι το επίπεδο Διατήρησης στα Χρηματιστήρια αυτά είναι διαφορετικό από το Αρχικό Περιθώριο. Έτσι, εάν συμβεί η αξία του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας να μειωθεί σημαντικά, ο χρηματιστηριακός νόμος ορίζει ότι Απαίτηση Καταβολής Περιθωρίου (Margin Call) κοινοποιείται στον επενδυτή όταν το ύψος του δανείου φθάσει το 75% της τρέχουσας αξίας του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας, όταν δηλαδή το τρέχον Περιθώριο φθάσει το 25% της αξίας του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί και η χρήση του λογαριασμού Omnibus για τη δανειοδότηση των χρηματιστηριακών εταιρειών από τις τράπεζες. Ο λογαριασμός αυτός ανοίγεται από τη χρηματιστηριακή εταιρεία στην τράπεζα και αποτελείται από το σύνολο των μετοχών που έχουν παραδώσει οι πελάτες με λογαριασμούς Margin στη

χρηματιστηριακή εταιρεία και οι οποίες δίνονται ως κάλυψη προκειμένου να δανειοδοτηθεί η εταιρεία από την τράπεζα. Σημειώνεται ότι η τράπεζα έχει ως αντισυμβαλλόμενο τη χρηματιστηριακή και σε καμιά περίπτωση δεν γνωρίζει τον τελικό και στην ουσία πραγματικό κάτοχο του τίτλου, που είναι ο πελάτης της χρηματιστηριακής εταιρείας. Την ίδια στιγμή, η απαραίτητη για χειριστικούς σκοπούς λογιστική ανάλυση ανά τίτλο και ανά πελάτη τηρείται στο σύστημα της χρηματιστηριακής, η οποία έχει και την καθημερινή ευθύνη εκκαθάρισης των πράξεων. Στην χώρα μας, το μέτρο αυτό δεν μπορεί να εφαρμοστεί αν δεν ρυθμιστούν προηγουμένως, θέματα νομικά όπως η σύσταση ενεχύρου επί ενέχυρο, μηχανογραφικά, ειδικά για την λογιστική παρακολούθηση των λογαριασμών αυτών, καθώς και κανονιστικά που αφορούν κυρίως την καθημερινή εκκαθάριση σε τελικό επενδυτή (που ισχύει σήμερα) και την χρήση διπλών λογαριασμών ανά χειριστή στο ΣΑΤ (το οποίο θα πρέπει να εφαρμοστεί εφόσον το σύστημα των άλλων τίτλων θα τηρείται και λογαριασμός omnibus).

Στην Αμερικανική πρακτική στο margin εμφανίζονται περιπτώσεις κατά τις οποίες ο λογαριασμός του επενδυτή, εμφανίζει τρέχον περιθώριο χαμηλότερο από το αρχικό περιθώριο του 50% (under margined account), χωρίς όμως να απαιτείται από την νομοθεσία Κοινοποίηση Απαίτησης (margin call) λόγω του ορισμένου επιπέδου Διατήρησης. Οι λογαριασμοί αυτοί συμφωνάμε το Κανονισμό T, ορίζονται ως Λογαριασμοί υπό Περιορισμό (Restricted Accounts). Εφόσον ο πελάτης αποφασίσει να αγοράσει επιπλέον μετοχές με πίστωση, η χρηματιστηριακή εταιρεία, απαιτεί κεφάλαια μόνο για την κάλυψη του Αρχικού Περιθωρίου που διαμορφώνεται σύμφωνα με τη νέα αγορά. Δεν υποχρεώνεται δηλαδή ο επενδυτής να τοποθετήσει επιπλέον κεφάλαια για να καλυφτεί το αρχικό περιθώριο, ολόκληρου του λογαριασμού του.

Όταν ένας πελάτης πουλήσει τίτλους από έναν «Λογαριασμό υπό περιορισμό», τότε μόνο το 50% των εσόδων μπορεί να εισπράξει. Το έλλειμμα περιθωρίου στον λογαριασμό του πελάτη αναπροσαρμόζεται μετά τον υπολογισμό και του προϊόντος της τελευταίας πώλησης.

Σε έναν Λογαριασμό υπό Περιορισμό οι αναλήψεις από τον πελάτη απαγορεύονται. Μετά από κάθε πώληση τίτλων, η long θέση χρεογράφοντα μειώνεται και το προϊόν της πώλησης συμψηφίζεται με το χρεωστικό υπόλοιπο. Προκειμένου να διατηρούνται ημερολογιακά οι συγκεκριμένες εγγραφές χρησιμοποιείται ειδικός εξωλογιστικός λογαριασμός (special Memorandum Account ή SMA) αντίστοιχος των λογαριασμών τάξεως που τηρούνται από το Ε.Γ.Α.Σ. στη χώρα μας.

Στον λογαριασμό SMA καταχωρούνται τα κέρδη που πραγματοποιεί ο πελάτης και αυξάνουν το ύψος του τρέχοντος περιθωρίου πέραν του αρχικού περιθωρίου (θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως πλεόνασμα περιθωρίου) και δεν εισπράττονται από τον πελάτη. Επίσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην περίπτωση που ο επενδυτής δεν επιθυμεί να χρησιμοποιήσει ολόκληρο το ύψος της πίστωσης που του παρέχεται με βάση την αξία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας, προκειμένου να καταχωρηθεί το ποσό της πίστωσης που δεν χρησιμοποιείται προσωρινά από τον πελάτη. Ο λογαριασμός αυτός τελικά χρησιμοποιείται για την μη χρησιμοποιημένη πίστωση και ως χρηματικό πιστωτικό υπόλοιπο του πελάτη.

Ο λογαριασμός αυτό είναι καθαρά λογιστικός και δεν επηρεάζει τον υπολογισμό του περιθωρίου του πελάτη. Χρησιμοποιείται μόνο για την καταχώρηση εγγραφών που έγιναν από τον πελάτη. Οι εγγραφές αυτές καταχωρούνται είτε από τους υπαλλήλους του τμήματος παρακολούθησης των λογαριασμών margin, είτε αυτόματα από το σύστημα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 ΝΟΜΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ

Η εισαγωγή του μέτρου <<της αγοράς μετοχών με πίστωση>> στην ελληνική κεφαλαιαγορά πραγματοποιείται με το νόμο 2843/2000, τον οποίο επεξεργάστηκε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο νόμος αυτός:

- Ρυθμίζει τον τρόπο και τον χρόνο εξόφλησης της χρηματιστηριακής συναλλαγής.
- Θέτει τις προϋποθέσεις παροχής της πίστωσης.
- Προσδιορίζει το Χαρτοφυλάκιο Ασφαλείας και τα στοιχεία που επιτρέπεται να το αποτελούν.
- Θέτει τους όρους παροχής της πίστωσης σε επίπεδο πελάτη.
- Εξουσιοδοτεί την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να καθορίζει το περιεχόμενο και τον τύπο της πιστωτικής σύμβασης, τον τρόπο υπολογισμού και αποτίμησης των στοιχείων του χαρτοφυλακίου ασφαλείας, την προθεσμία εντός της οποίας θα πρέπει να κατατίθενται τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας, τον τρόπο κάλυψης του Αρχικού Περιθωρίου ή του διατηρητέου περιθωρίου. Τους πρόσθετους κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας των μελών που παρέχουν πιστώσεις, τη λειτουργική και οργανωτική επάρκεια των μελών, την υποχρέωση ενημέρωσης των επενδυτών από τα μέλη και άλλα σχετικά θέματα.

Και στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, όπως και στα Χρηματιστήρια των ΗΠΑ που εξετάστηκαν προηγουμένως, το Κεντρικό Τραπεζικό Ίδρυμα έχει τη δυνατότητα να ρυθμίζει:

- Το διατηρητέο περιθώριο ως ποσοστό επί της τρέχουσας αξίας του χαρτοφυλακίου ασφαλείας.
- Το ελάχιστο αρχικό περιθώριο.
- Το ανώτατο όριο παροχής πίστωσης ανά πελάτη.
- Να καθορίζει τις ειδικές τεχνικές λεπτομέρειες που αφορούν την παροχή πιστώσεων από τα μέλη του ΧΑΑ και την παροχή δανείων ή πιστώσεων από τις τράπεζες προς τα μέλη του ΧΑΑ.

Στην Ελλάδα απαιτείται και η σύμφωνη γνώμη του Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

3.2 Κυριότερα σημεία του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου

- Οι επενδυτές θα πρέπει να επιλέξουν εάν οι συναλλαγές τους θα εκτελούνται απολύτως τοις μετρητοίς ή θα κάνουν χρήση του περιθωρίου εφόσον αυτό εγκριθεί από τη χρηματιστηριακή εταιρεία. Σημειώνεται ότι σε περίπτωση που δεν δοθεί η δυνατότητα χρήσης περιθωρίου, οι συναλλαγές ενός πελάτη θα εκτελούνται μόνο μετρητοίς, θα εξοφλούνται δηλαδή εντός της προθεσμίας εκκαθάρισης συναλλαγών που προβλέπεται από το άρθρο 20,παρ.1 του ν.3632/1928.
- Εφόσον παρατηρηθεί αδυναμία της εμπρόθεσμης εξόφλησης ολόκληρου του τιμήματος συναλλαγής τοις μετρητοίς, η χρηματιστηριακή εταιρεία θα έχει την υποχρέωση να εκποιήσει άμεσα τους μη εξοφληθέντες τίτλους και θα μπορεί να χρεώσει τον πελάτη με την ενδεχόμενη ζημιά. Θα εφαρμόζεται πιστά δηλαδή το άρθρο 20,παρ.1,ν.2396/1928.
- Είναι πολύ πιθανό να εφαρμοστεί το μέτρο του "παγωμένου λογαριασμού" που εφαρμόζεται στις ΗΠΑ. Δηλαδή εφόσον ο πελάτης δεν εξοφλήσει εμπρόθεσμα τους τίτλους που αγόρασε μετρητοίς, τότε μέχρι την πλήρη εξόφληση των τίτλων η χρηματιστηριακή εταιρεία δεν θα εκτελεί οποιαδήποτε άλλη αγορά κινητών αξιών. Επιπλέον, για χρονικό διάστημα 90 εργάσιμων ημερών από την ημέρα πλήρους εξόφλησης του τιμήματος δεν αγοράζει μετοχές για λογαριασμό του πελάτη, εκτός αν ο πελάτης προκαταβάλει σε μετρητά το τίμημα κάθε αγοράς.
- Προκειμένου να δοθεί η πίστωση από τη χρηματιστηριακή εταιρεία θα πρέπει απαραίτητα να ενεχυριάζετε υπέρ του μέλους το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας του επενδυτή στο ΣΑΤ (σύμφωνα με νέα διάταξη στον κανονισμό εκκαθάρισης που θα πρέπει να δημιουργηθεί για τη δέσμευση –η ισχύουσα κατάσταση δανειοδότησης από τις τράπεζες στηρίζεται σήμερα στα άρθρα 12 και 65 του κανονισμού του ΣΑΤ).
- Η παροχή πίστωσης οποιασδήποτε μορφής από τη χρηματιστηριακή εταιρεία προς πελάτη της, ως προς την εξόφληση του τιμήματος χρηματιστηριακής αγοράς μετοχών πέραν των χρονικών ορίων που ορίζονται από το άρθρο 20,παρ.1 ν.3632/1928 (καταβολή του συνόλου του τιμήματος στην προθεσμία εκκαθάρισης των συναλλαγών),θα

επιτρέπεται μόνο εφόσον υπάρχει έγγραφη σύμβαση και με συγκεκριμένους όρους.

- Το χαρτοφυλάκιο ασφαλείας θα πρέπει να είναι υψηλότερης αξίας του δανείου τουλάχιστον κατά το ποσό του Αρχικού Περιθωρίου. Σημειώνεται ότι αντίθετα με ότι συμβαίνει σε άλλες κεφαλαιαγορές το διατηρητέο περιθώριο σε καμιά περίπτωση δεν μπορεί να είναι μικρότερο του αρχικού περιθωρίου(άρθρο 5, παρ.1 Ν2843/2000).
- Για κάθε αγορά μετοχών με πίστωση θα απαιτείται από τον πελάτη κάλυψη του Αρχικού Περιθωρίου εφόσον δημιουργείται ή αυξάνεται τυχόν υφιστάμενο Έλλειμμα Περιθωρίου. Η κάλυψη θα αφορά το ύψος του εν λόγω Ελλείμματος Περιθωρίου που τυχόν δημιουργήθηκε ή αυξήθηκε. Το αρχικό περιθώριο ορίζεται σε ποσοστό τουλάχιστον 50% της τρέχουσας αξίας του χαρτοφυλακίου ασφαλείας και μεταβάλλεται μόνο με πράξη του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος μετά από γνώμη του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 4,παρ.3,Ν 2843/2000).
- Εάν δεν καλυφθεί πλήρως και εμπρόθεσμα το Αρχικό Περιθώριο, το μέλος θα προχωράει σε άμεση εκποίηση των μετοχών που αγοράστηκαν με πίστωση(άρθρο 26, Ν.3632/1928).
- Η αγοραστική δύναμη που θα προκύπτει από την αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου ασφαλείας σε σχέση με το αρχικό περιθώριο θα μπορεί να χρησιμοποιείται και ως επιπλέον πίστωση.
- Αποδέσμευση των Στοιχείων του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας θα επιτρέπεται μόνο εφόσον δεν υφίσταται απαίτηση μετρητών από τον πελάτη και δεν δημιουργείται έλλειμμα περιθωρίου στον λογαριασμό του από την τελευταία συναλλαγή. Η αποτίμηση της Τρέχουσας Αξίας του Χαρτοφυλακίου Συναλλαγών θα διενεργείται καθημερινά με μέθοδο η οποία θα υποδεικνύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

3.3 ΝΟΜΟΙ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΙ

▪ ΝΟΜΟΙ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΙ

NOMOI

N.2843/2000

2892/2001 άρθρο 7

- **ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ (Δ.Σ.) ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ (Απόφαση Δ.Σ.Ε.Κ.)**

2/291/22.1.04

2/363/30.11.05

8/370/26.1.2006

- **ΠΡΑΞΗ ΔΙΟΙΚΗΤΗ ΤΡΑΠΕΖΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΠΔΤΕ)**

2474/31.5.2001

2552/23.6.2004

2567/23.11.2005

Πολύ συνοπτικά οι πιο πάνω αποφάσεις ορίζουν ότι οι λογαριασμοί συναλλαγών με Πίστωση πρέπει να τηρούν τις εξής προϋποθέσεις και όρια :

- ο Μέγιστο ποσό πίστωσης 1,000,000 €
- ο Ελάχιστη αρχική συμμετοχή του Επενδυτή το 40% της αξίας χαρτοφυλακίου
- ο Ελάχιστο ποσοστό στο οποίο μπορεί να μειωθεί η συμμετοχή Πελάτη 30% είτε λόγω πτώσης αγοράς είτε λόγω αγοράς
- ο Σύμφωνα με την Απόφαση Δ.Σ.Ε.Κ. 2/363/30.11.05, άρθρο 11, το Χαρτοφυλάκιο Ασφάλειας πρέπει να απαρτίζεται από την πιο κάτω σύνθεση και ποσοστό συγκέντρωσης μετοχών ή άλλων αξιών:

Σαν γενικός κανόνας πρέπει να αποτελείται από 3 τουλάχιστον μετοχές .
Καμία μετοχή δεν πρέπει να υπερβαίνει το 40% του χαρτοφυλακίου.
Σε περίπτωση υπέρβασης η υπερβάλλουσα αξία δεν λαμβάνεται υπόψη

Εξαιρέσεις

Το Χαρτοφυλάκιο Ασφάλειας μπορεί να περιλαμβάνει μόνο μία μετοχή του

FTSE20 ή Ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου ή άλλων κρατών μελών της Ε.Ε. Δηλαδή επιτρέπεται συγκέντρωση 100% σε μία μετοχή του FTSE20.

Επίσης:

- ο Αν το χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει μετοχή του FTSE20 ή Ομόλογα σε ποσοστό τουλάχιστον 40%, το υπόλοιπο 60% μπορεί να αποτελείται από μετοχές του FTSE 40.
- ο Αν το χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει μετοχή του FTSE20 ή Ομόλογα σε ποσοστό τουλάχιστον 60% το υπόλοιπο 40% μπορεί να αποτελείται από οποιαδήποτε αποδεκτή μετοχή.
- ο Συνδυασμός των ανωτέρω.

Εννοείται ότι οι Χρηματιστηριακές Εταιρίες μπορούν να εφαρμόζουν διαφορετικές πολιτικές και να ζητούν διαφορετικές συνθέσεις χαρτοφυλακίων.

- ο Σε περίπτωση Ελλείμματος Περιθωρίου που οφείλεται σε ενέργειες του Επενδυτή, η εκκρεμότητα πρέπει να καλυφθεί εντός 3 ημερών.
- ο Σε περίπτωση όχλησης για κάλυψη διαφοράς λόγω πτώσης συμμετοχής κάτω από τα κατώτατα όρια (margin call) η εκκρεμότητα πρέπει να καλυφθεί την επομένη.

▪ **ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ**

Όπως έχουμε αναφέρει, οι Χρηματιστηριακές Εταιρίες μπορούν να εφαρμόζουν τη δική τους πολιτική με την προϋπόθεση ότι είναι αυστηρότερη από τους ελάχιστους κανόνες που θέτει ο νόμος, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και η Τράπεζα της Ελλάδος.

▪ **ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ**

- ο Υποβολή Αίτησης – Επενδυτικού Ερωτηματολογίου
- ο Αν εγκριθεί η Αίτηση
- ο Υπογραφή Γενικών Όρων Συναλλαγών και Σύμβασης Λογαριασμού Πίστωσης
- ο Υπογραφή περιγραφής λειτουργίας λογαριασμών πίστωσης ως ένδειξη κατανόησης

- Υπογραφή εντύπου αναγνώρισης κινδύνων
- Άνοιγμα λογαριασμού

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΚΑΙ ΟΦΕΛΗ

Με το margin account εξοπλίζεται η αγορά με έναν «μοχλό» που της επιτρέπει να αυξήσει ταχύτητα, όχι όμως και να επιβραδύνει. Στις αναπτυγμένες αγορές ωστόσο, δεν νοείται margin account χωρίς short selling.

Μια χρηματιστηριακή αγορά η οποία θέλει να λέγεται ανεπτυγμένη και να ανταγωνίζεται επί ίσης όρις τα σύγχρονα ξένα χρηματιστήρια δεν μπορεί παρά να είναι εξοπλισμένη με όλα τα διεθνώς γνωστά και κατοχυρωμένα επενδυτικά εργαλεία. Εξ ορισμού λοιπόν, το margin account είναι ένα επιθυμητό και χρήσιμο εργαλείο για τους επενδυτές της Σοφοκλέους. Υπό το όρο φυσικά ότι η Σοφοκλέους λειτουργεί και έχει την ψυχροσύνη μια ώριμης αγοράς, στην οποία οι επενδυτές είναι καλά ενημερωμένοι μεταξύ άλλων και για το margin account και ότι η εισαγωγή του συνοδεύεται από τις αναγκαίες ασφαλιστικές δικλείδες για την προφύλαξη επενδυτών και χρηματιστηριακών εταιριών από υπερβολικά και επικίνδυνα ανοίγματα.

4.1 ΚΙΝΔΥΝΟΙ

- Παρά το γεγονός όμως ότι επίκειται η αναβάθμιση της Σοφοκλέους σε μια ώριμη αγορά, η τελευταία εξακολουθεί να βιώνει μια σοβαρότατη κρίση εμπιστοσύνης, η οποία δεν πείθει για τον επαρκή βαθμό ανάπτυξης και μετάβασής της στο στάδιο της ωριμότητας. Και μόνο το γεγονός αυτό, η σοβαρή κρίση εμπιστοσύνης, σε συνδυασμό με τον χαμηλό τζίρο, της έντονης φημολογίας των «κόκκινων κωδικών», μετοχοδανείων, των πολλαπλών αγωγών επενδυτών και χρηματιστηριακών εταιριών για θέματα κακοδιαχείρισης των εντολών τους (οι πρώτοι) και για οφειλές (οι δεύτερες), και της γενικότερης δικαστικής εμπλοκής στην χρηματιστηριακή διαδικασία με την έγκληση ακόμα και των εποπτικών αρχών, καθιστά φανερό ότι το βασικό πρόβλημα της αγοράς σήμερα δεν είναι η ενίσχυση της ρευστότητας με την εισαγωγή εργαλείων, όπως το margin account, αλλά η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στο ίδιο το κύρος του χρηματιστηριακού θεσμού.
- Ένα κρίσιμο ζήτημα είναι αυτό του timing της εισαγωγής του margin account, καθώς η άμεση εισαγωγή του, χωρίς προηγουμένως να έχει επικρατήσει η ομαλότητα και να έχουν επανέλθει στην αγορά οι μακροχρόνιοι και πλέον σοβαροί επενδυτές, στους οποίους κατ' εξοχήν πρέπει να απευθύνεται, τείνει να διευκολύνει τους πλέον

ρισκοκίνδυνους και «στριμωγμένους» από ζημίες επενδυτές. Η άμεση εισαγωγή του είναι συνεπώς πιθανό να ευνοήσει το σπεκουλαδóρικο στοιχείο που ναι μεν υπάρχει εγγενώς σε κάθε αγορά, τελευταία όμως μονοπώλησε την ελληνική, εξαντλώντας και απομακρύνοντας απ' αυτήν τα πλέον υγιή της στοιχεία.

- Επανερχόμενοι στο θέμα μας το ζήτημα δεν είναι η χρησιμότητα ή μη του margin account, αλλά η καταλληλότητα των συνθηκών αγοράς και του χρόνου εισαγωγής του. Και ένα σημείο κριτικής αφορά την εντύπωση που τείνει να επικρατήσει ότι με την εισαγωγή του margin account αυτομάτως θα πνεύσει άλλος αέρας πάνω από το Χ.Α.Α. και οι επενδυτές θα αναπνεύσουν... γιατί στην κατάσταση που είναι η αγορά, θα αναπνεύσουν ενδεχομένως οι «στριμωγμένοι», αλλά και αυτοί το πιθανότερο είναι να αναπνεύσουν προσωρινά αν δεν έχουν αποκατασταθεί προηγουμένως οι πραγματικοί όροι μονιμότερης ανάκαμψης της αγοράς. Όποιος εξετάσει πως κινούνται οι αγορές ομολόγων, γeros, ακινήτων κλπ , θα διαπιστώσει πως πρόβλημα ρευστότητας δεν υπάρχει για την οικονομία και κατ' επέκταση για το Χ.Α.Α. Πρόβλημα εμπιστοσύνης στις προοπτικές των κερδών και της ανάπτυξης πολλών εισηγμένων επιχειρήσεων όμως υπάρχει, ενώ ακόμη περισσότερο υπάρχει πρόβλημα εμπιστοσύνης στην διαφανή και ορθολογική λειτουργία του ίδιου του θεσμού. Εάν λοιπόν για οποιοδήποτε λόγο η αγορά επανέλθει σε πτωτική τροχιά, τότε οι δανεισθέντες με το margin account θα αντιμετωπίσουν πολλαπλές ζημίες συσσωρεύοντας νέα χρέη στο χρηματιστηριακό και χρηματοπιστωτικό κύκλωμα.
- Οι χρηματιστηριακές αρχές προωθούν την εφαρμογή του margin account στην Ελλάδα με μυωπικό τρόπο, επιδιώκοντας την άμεση, τεχνητή και γι' αυτό βραχυχρόνια ενίσχυση της αγοράς, χωρίς να λογαριάζουν τις μεσοπρόθεσμες επιπτώσεις της επιλογής τους. Την άποψη αυτή ενισχύει το γεγονός ότι θεσμοθετούν την αγορά μετοχών χωρίς κεφάλαια ή, σωστότερα, με δανειακά κεφάλαια (margin account), χωρίς να υιοθετούν ταυτοχρόνως το απαραίτητο συμπλήρωμα και δίδυμο της, δηλαδή το δικαίωμα πώλησης από κάποιον μετοχών που δεν κατέχει και που η χρηματιστηριακή εταιρεία δανείστηκε και πούλησε για λογαριασμό του με την υποχρέωση να της τις επιστρέψει σε σύντομο χρονικό διάστημα (short selling). Έτσι όμως εξοπλίζουν την αγορά με έναν <<μοχλό>> που της επιτρέπει να αυξήσει ταχύτητα (επέκταση), όχι όμως και να επιβραδύνει (υποχώρηση). Είναι εμφανές πως πρόκειται για μία μονομερή και μάλλον σκόπιμη επιλογή, αν σκεφτούμε πως στις αναπτυγμένες αγορές δεν νοείται margin account χωρίς short selling.

- Τέλος όσον αφορά τη σκοπιμότητα της άμεσης εισαγωγής του margin account με συντελεστή 50% (στις 100 δρχ αγοράς μετοχών με δανεικά, οι 50 ισοδυναμούν με αξία ενεχυριαζόμενων μετοχών του πελάτη) αξίζει να επισημάνουμε πως στις ΗΠΑ, όπου ο θεσμός λειτουργεί πλήρης (με short selling) επί 60ετίας, συζητείται το ενδεχόμενο αυστηροποίησης των όρων λειτουργίας του (αύξηση συντελεστή) τώρα που έχουν εισέλθει σε περίοδο μείωσης των επιτοκίων, ώστε να μην δημιουργηθεί μία νέα κερδοσκοπική φούσκα αλλά NASDAQ στην οποία αποδεδειγμένα συνέβαλε το margin account.

Η ανεξέλεγκτη πιστωτική επέκταση μπορεί να αποβεί μοιραία όχι μόνο για τους ενδιαφερόμενους δανειολήπτες αλλά και για την ίδια τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού οικοδομήματος. Τα προβλήματα που ανακύπτουν πηγάζουν κυρίως από την απουσία τέλειων αγορών και στη συγκεκριμένη περίπτωση από την έλλειψη συμμετρικής πληροφόρησης μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και δανειοληπτών. Έναν από τους πιο βασικούς κινδύνους αποτελεί ο συνήθης πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος δηλαδή της μη αποπληρωμής των δανείων. Τα εργαλεία που χρησιμοποιούν τα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να εξασφαλισθούν από αυτόν περιλαμβάνουν τα ακριβότερα επιτόκια χορήγησης και τις πρόσθετες εξασφαλίσεις που ζητούνται από τους δανειολήπτες. Μια αύξηση όμως των επιτοκίων (που ως τονιστεί ότι είναι λιγότερο πιθανό με τα νέα δεδομένα της ευρωπαϊκής σύγκλισης) ή των εξασφαλίσεων μπορεί να έχει δύο σημαντικές συνέπειες.

Πρώτον, αυξημένα επιτόκια ή υψηλότερες εξασφαλίσεις είναι πιθανόν να προσελκύσουν ενδιαφερόμενους δανειολήπτες ή επενδυτές που είναι διατεθειμένοι να αυξήσουν το κόστος δανεισμού τους, για τον απλό λόγο ότι είναι αδιάφοροι αν στο μέλλον θα είναι ικανοί να ανταπεξέλθουν στις υποχρεώσεις τους. Επομένως μια αύξηση των επιτοκίων ή των εξασφαλίσεων μπορεί να επιτύχει το αντίστροφο από το επιθυμητό αποτέλεσμα.

Δεύτερον, οι υψηλότερες εξασφαλίσεις που απαιτούνται δημιουργούν το κίνητρο στους δανειζόμενους να αναλαμβάνουν επενδύσεις υψηλότερου ρίσκου και κατά συνέπεια υψηλότερης απόδοσης (που να αντισταθμίζει το μεγαλύτερο κόστος των δανείων), που ενέχουν όμως και μεγάλο κίνδυνο αποτυχίας. Για την αντιμετώπιση των παραπάνω προβλημάτων, οι Stiglitz και Weiss απέδειξαν ότι ο πιστωτικός περιορισμός αποτελεί τη βασική λύση και μπορεί να παρέχει στα πιστωτικά ιδρύματα

κάποια μεγιστοποίηση των αναμενόμενων αποδόσεών τους. Ο συνδυασμός πιστωτικού περιορισμού και εξασφαλίσεων, που να διαφοροποιούνται ανάλογα με την ποιότητα του δανειζόμενου, μπορεί να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο. Δυστυχώς όμως δεν διευκρινίζεται με ποια κριτήρια μπορεί να γίνει ο διαχωρισμός και η αναγνώριση μεταξύ των καλής και κακής ποιότητας δανειοληπτών. Να σημειώσουμε ότι τα παραπάνω αποτελούν διεθνείς παρατηρήσεις που πιστεύεται ότι έχουν ωφελήσει στην περίπτωση της Ελλάδας (που πρέπει να έμαθε από τα λάθη των άλλων) και των ελληνικών τραπεζών, αφού έχει ληφθεί μέριμνα ώστε οι δανειολήπτες να είναι φερέγγυοι.

Μια εξίσου σημαντική διάσταση του θέματος αφορά και το θέμα της επάρκειας ρευστότητας. Τα πιστωτικά ιδρύματα εθίστε να δανείζονται βραχυχρόνια (καταθέσεις, ταμιευτήριο) και να δανείζουν μακροχρόνια (σε επιχειρήσεις), με αποτέλεσμα να συμβάλλουν στη δημιουργία μιας καθαρής ρευστότητας. Στην αντίθετη όμως περίπτωση, που έχουν μακροχρόνιες καταθέσεις και δανείζουν σε βραχυχρόνιο ορίζοντα, μειώνεται η καθαρή ρευστότητα. Ακόμη και στην πρώτη περίπτωση, πέρα από τον κίνδυνο που εγκυμονεί η έλλειψη των απαιτούμενων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των μακροχρόνιων δανείων, ότι επιτόκιο και αν προσφέρεται ελλοχεύει και ο κίνδυνος μεταβολής των επιτοκίων, που σε μια μεγάλη δυνητική μελλοντική αύξηση υπάρχει η πιθανότητα ο δανειολήπτης να αδυνατεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του. Γι' αυτό και τα πιστωτικά ιδρύματα πρέπει να δίνουν ιδιαίτερη προσοχή στις περιόδους ωρίμανσης των καταθέσεων και των υποχρεώσεών τους καθώς και στην πρόβλεψη των μακροπρόθεσμων επιτοκίων.

Άλλοι κίνδυνοι:

Κίνδυνος αγοράς: ενδεχομένη μείωση των τιμών των μετοχών θα μείωση την αξία του χαρτοφυλακίου, αυξάνοντας την πιθανότητα διενεργείας margin call. Οι μετοχές με έντονη διακύμανση των τιμών τους δημιουργούν μεγαλύτερη αβεβαιότητα και κινδύνου για την αξία του χαρτοφυλακίου.

Κίνδυνος ρευστότητας-εμπορευσιμότητας: λόγω χαμηλής εμπορευσιμότητας είναι πιθανό να μη μπορεί να ρευστοποιήσει μια θέση σε ένα συγκεκριμένο τίτλο, αυξάνοντας την πιθανότητα να ρευστοποιήσει η θέση πολύ δύσκολα και σε αρκετά χαμηλότερη τιμή.

Επιτοκιακός κίνδυνος: ενδεχομένη αύξηση των επιτοκίων αυξάνει το κόστος δανεισμού, μειώνοντας την προσδοκόμενη απόδοση.

Domino effect: σε περίπτωση σημαντικών πτωτικών κινήσεων της αγοράς λόγω εκτάκτων γεγονότων, είναι πιθανό να ενεργοποιηθούν πολλά margin calls με αποτέλεσμα την διενέργεια αυξημένων ρευστοποιήσεων και κατά συνεπεία επιτάχυνση της πτωτικής κίνησης των τιμών.

4.2 ΟΦΕΛΗ

- Η χρήση δανειακών κεφαλαίων για την αγορά μετοχών αποσκοπεί στον σχηματισμό <<μόχλευσης>> με σκοπό την αύξηση της απόδοσης της επένδυσης, με τον ίδιο τρόπο που αυξάνει ένας μοχλός τη δύναμη που εφαρμόζεται πάνω σε αυτοί μόχλευση προσδιορίζεται στον χρηματοοικονομικό τομέα με τον όρο Margin.

Όταν το Αρχικό Περιθώριο που απαιτείται είναι 50%, ένας επενδυτής κάνοντας χρήση της ευχέρειας του περιθωρίου πίστωσης που του παρέχεται, μπορεί να αγοράσει με ένα συγκεκριμένο ποσό χρημάτων τη διπλάσια ποσότητα μετοχών από εκείνη που θα αγόραζε εάν τις εξοφλούσε τοις μετρητοίς. Εάν η προσδοκία του επενδυτή επαληθευτεί και η τιμή των μετοχών που αγόρασε αυξηθεί, το μικτό κέρδος που θα αποκομίσει θα είναι διπλάσιο από εκείνο που θα αποκόμιζε εάν έπραττε διαφορετικά.

- Η άμεση εισαγωγή του ευνοεί και τη συγκέντρωση των χρηματιστηριακών εταιρειών, καθώς δημιουργεί συνθήκες <<αθέμιτου>> ανταγωνισμού στον κλάδο με τις θυγατρικές των τραπεζών να μονοπωλούν τα προνόμια της κεφαλαιακής επάρκειας, της δυνατότητας αντασφάλισης, της τεχνογνωσίας και του ελέγχου φερεγγυότητας των δανειζόμενων πελατών, υποχρεώνοντας τις λοιπές χρηματιστηριακές σε συγχώνευση ή εξαφάνιση. Εξέλιξη πάντως αναπόφευκτη εάν αναλογιστούμε τον αδικαιολόγητα μεγάλο αριθμό εταιρειών του κλάδου συγκριτικά με το μικρό μέγεθος της αγοράς και τον μικρό βαθμό υπευθυνότητας που ορισμένες από αυτές επέδειξαν ως σύμβουλοι επενδύσεων.
- Ο δανεισμός αυξάνει την αγοραστική δύναμη.
- Ο επενδυτής με τη χρήση της πίστωσης έχει στην κατοχή του χαρτοφυλάκιο αξίας μεγαλύτερης από αυτό που θα του επέτρεπαν τα διαθέσιμα του.
- Ο επενδυτής χρησιμοποιεί την πίστωση επιβαρυνόμενος από τους αναλογούντες τόκους, μονό για το χρονικό διάστημα που χρησιμοποιεί την παρερχομένη πίστωση. Οι τόκοι υπολογίζονται επί της εκάστοτε παρερχομένης πίστωσης.

4.3 ΤΑ ΟΦΕΛΗ ΑΠΟ ΤΟΝ ΣΥΝΔΥΑΣΜΟ ΤΟΥ SHORT SELLING ΜΕ ΤΟ MARGIN ACCOUNT

Το εργαλείο του short selling (ανοικτές πωλήσεις μετοχών) μοιάζει να είναι κάτι αντίθετο με εκείνο του margin account (αγορές μετοχών με πίστωση). Ο συνδυασμός τους, όμως, έχει πολλά οφέλη για τους επενδυτές και την αγορά. Κατ' αρχήν, δίνεται η δυνατότητα για μεγάλο αριθμό συνδυασμών θέσεων, τόσο στο ΧΑΑ όσο και στα Παράγωγα, γεγονός που αυξάνει τη ρευστότητα στην αγορά. Επιπλέον, η ρευστότητα στην τρέχουσα αγορά αυξάνεται και από το γεγονός της χορήγησης πίστωσης για την απόκτηση αγοράς (margin account). Όμως, από την άλλη πλευρά, η δυνατότητα για πώληση μετοχών που δεν υπάρχουν οδηγεί σε ρευστότητα (έστω κι αν είναι δανεική ή περιστασιακή), αλλά κυρίως σε ορθολογικοποίηση (ισορροπία) των τιμών. Διότι αν οι τιμές των μετοχών θεωρούνται υποτιμημένες, τότε μπορεί να γίνει χρήση του margin account, ενώ στην αντίθετη περίπτωση η χρήση του short selling. Όλες, όμως, αυτές οι κινήσεις μπορούν να χρησιμοποιηθούν για αντιστάθμιση κινδύνου χαρτοφυλακίων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Η ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΑΧΕ ΚΑΙ ΕΠΕΥ ΣΤΟ ΝΕΟ ΠΡΟΪΟΝ

Η παροχή πιστώσεων για αγορά μετοχών έχει ως αποτέλεσμα την υποχρεωτική προσαρμογή του οργανωτικού και λειτουργικού μοντέλου της χρηματιστηριακής εταιρείας στο νέο προϊόν παροχή και η υποστήριξη των πιστώσεων αποτελούν μία καθημερινή λειτουργική ρουτίνα, η οποία βαρύνει κυρίως το Τμήμα Υποστήριξης Συναλλαγών και το Τμήμα Εξυπηρέτησης Πελατών. Η διοικητική διαχείριση των πιστώσεων σε δεύτερο επίπεδο εμπλέκει επίσης τα τμήματα του Λογιστηρίου, Διαχείρισης Κινδύνου και Εσωτερικού Ελέγχου.

Για την υποστήριξη των Λογαριασμών Πίστωσης θα πρέπει να δημιουργηθεί ειδική λειτουργική υπομονάδα η οποία οργανωτικά θα ανήκει στο Τμήμα Υποστήριξης Συναλλαγών.

Σκοποί της θα είναι:

- Η καθημερινή καταχώρηση των εγγραφών στους Λογαριασμούς Πίστωσης. Εάν οι εγγραφές γίνονται αυτόματα από το σύστημα, τότε θα διενεργείται μόνο ο έλεγχος αυτών των εγγραφών.
- Η καθημερινή αποτίμηση του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας.
- Η καθημερινή αποτίμηση του Τρέχοντος Περιθωρίου.
- Η καθημερινή παρακολούθηση των λογαριασμών που παρουσιάζουν Έλλειμμα Περιθωρίου και η άμεση ενημέρωση του Τμήματος Εξυπηρέτησης Πελατών.
- Η καθημερινή εκτύπωση κατάστασης λογαριασμών για τους οποίους απαιτούνται η άμεση εκποίηση στοιχείων Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας και η άμεση ενημέρωση του Τμήματος Εξυπηρέτησης Πελατών.
- Η παρακολούθηση των Λογαριασμών Πίστωσης με αδιάθετο υπόλοιπο πίστωσης και άμεση ενημέρωση του Τμήματος Εξυπηρέτησης Πελατών.

Το Τμήμα Εξυπηρέτησης Πελατών θα έχει ως ευθύνες:

- Την αξιολόγηση των πελατών κατά το άνοιγμα νέων Λογαριασμών Πίστωσης.

- Την καθημερινή ενημέρωση των πελατών για πράξεις που διενεργήθηκαν σε Λογαριασμούς Πίστωσης.
- Την τακτική ενημέρωση των πελατών για την περιοδική κίνηση του λογαριασμού τους και τη σχετική αποτίμηση του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας.
- Την ενημέρωση των αρχείων των πελατών με τα απαραίτητα δικαιολογητικά και νομιμοποιητικά έγγραφα.
- Την κοινοποίηση στους πελάτες απαίτησης για κάλυψη τυχόν Ελλείμματος Περιθωρίου.
- Την κοινοποίηση στους πελάτες τυχόν πρόθεσης της χρηματιστηριακής εταιρείας για εκποίηση στοιχείων Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας.
- Τη διαβίβαση προς εκτέλεση των εντολών margin (έγκριση ή απόρριψη εντολών ανάλογα με το ύψος του τρέχοντος περιθωρίου).

Προκειμένου να είναι ευχερής ο έλεγχος των υπολοίπων των πελατών και να εξασφαλιστεί πλήρως η αρχή του διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων στο Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου, οι Λογαριασμοί Πίστωσης θα πρέπει να τηρούνται αναλυτικά και στη Γενική Λογιστική. Έτσι στο Τμήμα του Λογιστηρίου θα διενεργείται εκτός από την ορθότητα των καταχωρήσεων στη Γενικά Λογιστική και ο τελικός έλεγχος των εγγραφών που έχουν πραγματοποιηθεί στους Λογαριασμούς Πίστωσης, καθώς και οι τυχόν υπερημερίες ή επισφαλείς απαιτήσεις.

Η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου ως μέρους της διαχείρισης του συνολικού κινδύνου της χρηματιστηριακής εταιρείας είναι αρμοδιότητα του Τμήματος Διαχείρισης Κινδύνου. Οι προσαρμογές που χρειάζονται εδώ δεν είναι μεγάλες, αφού ως εστία κινδύνου οι απαιτήσεις από πελάτες θα πρέπει ήδη να παρακολουθούνται ανά πελάτη, ανά προϊόν και συνολικά.

Σημεία που πρέπει να παρακολουθούνται καθημερινά είναι:

- Η τήρηση του πιστωτικού ορίου ανά πελάτη.
- Η τήρηση του συνολικού πιστωτικού ορίου της χρηματιστηριακής εταιρείας.
- Η καθημερινή σχέση των πιστωτικών ορίων και χρηματοδοτικών ανοιγμάτων με τη ρευστότητα της χρηματιστηριακής εταιρείας.

- Η καθημερινή διαμόρφωση του δείκτη φερεγγυότητας της χρηματοπιστηριακής εταιρείας.
- Η καθημερινή αποτίμηση των Ελλειμμάτων Περιθωρίου.
- Η καθημερινή αποτίμηση του συνολικού και των επιμέρους Χαρτοφυλακίων Ασφαλείας σε σχέση με το συνολικό και τα επιμέρους τρέχοντα Περιθώρια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Η ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

6.1 ΣΕ ΣΜΕ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ

Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) σε μετοχές, που έχουν ήδη ξεκινήσει τη διαπραγμάτευση τους στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, αποτελούν νέα αποτελεσματικά επενδυτικά εργαλεία στη διάθεση των επενδυτών. Η πρόσφατη εμπειρία από άλλες διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές δείχνει ότι αυτά τα προϊόντα ιδιαίτερα όταν διακανονίζονται με φυσική παράδοση τίτλων όπως θα γίνεται και στο ΧΠΑ, οδηγούν σε αύξηση του ημερησίου τζίρου και στην αγορά παραγώγων αλλά και στην υποκείμενη αγορά των μετοχών, αυξάνοντας παράλληλα τη ρευστότητα της αγοράς και συμβάλλοντας στην αποτελεσματικότερη διαμόρφωση των τιμών και στις δύο αγορές. Αυτά τα προϊόντα αποτελούν εξάλλου πολύ αποτελεσματικά μέσα διαχείρισης κινδύνου και επιτρέπουν την πραγματοποίηση πληθώρας επενδυτικών στρατηγικών, ανεξαρτήτως από την τάση της αγοράς.

Α) ΠΡΟΣΔΟΚΙΑ ΑΝΟΔΟΥ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΣΕ ΑΝΟΔΟ.

Έστω ότι η μετοχή του ΟΤΕ στις 19 Νοεμβρίου διαπραγματεύεται στα 17 ευρώ στο ΧΑΑ και ότι το αντίστοιχο ΣΜΕ του ΟΤΕ λήξης Μαρτίου 2002 διαπραγματεύεται στα 17,2 ευρώ στο ΧΠΑ. Κάποιος επενδυτής αναμένει άνοδο της μετοχής του ΟΤΕ στο επόμενο χρονικό διάστημα, αλλά δεν επιθυμεί να αγοράσει την ίδια τη μετοχή δεσμεύοντας ολόκληρο το απαιτούμενο κεφάλαιο. Ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να αγοράσει 10 ΣΜΕ του ΟΤΕ δεσμεύοντας μόνο το 18% της ονομαστικής αξίας της θέσης σαν περιθώριο ασφάλισης (margin). Χρησιμοποιεί λοιπόν μία αρχική επένδυση 3060 ευρώ σαν <<ενέχυρο>>, έναντι των 17000 ευρώ που θα απαιτούνταν για αγορά 1000 μετοχών του ΟΤΕ.

Εάν στις 13 Δεκεμβρίου η μετοχή του ΟΤΕ διαπραγματεύεται στα 18 ευρώ και το ΣΜΕ του ΟΤΕ λήξης Μαρτίου 2002 διαπραγματεύεται στα 18,1 ευρώ, ο επενδυτής μπορεί να κλείσει τη θέση του προχωρώντας σε πώληση των 10 ΣΜΕ του ΟΤΕ. Τα συνολικά κέρδη του επενδυτή σε αυτή την περίπτωση ανέρχονται σε 900 ευρώ με μία απόδοση της τάξης του 30%, έναντι μιας απόδοσης 6% αν ο επενδυτής είχε αρχικά αγοράσει 1000 μετοχές του ΟΤΕ.

Εάν πάλι ο επενδυτής δεν επιθυμεί να κλείσει τη θέση του, μπορεί να περιμένει τη λήξη του ΣΜΕ την Τρίτη Παρασκευή του Μαρτίου 2002 (15 Μαρτίου 2002), όπου θα πρέπει να προχωρήσει σε διακανονισμό με φυσική παράδοση. Σε αυτή την

περίπτωση θα πρέπει να αγοράσει 1000 μετοχές του ΟΤΕ στην τιμή διαπραγμάτευσης του ΟΤΕ σε εκείνη την ημέρα. Πρακτικά όμως, μέσω του ημερησίου διακανονισμού του ΣΜΕ (όπου ο επενδυτής κάθε μέρα εισπράττει τα κέρδη του ή καταβάλλει τη ζημία του), θα έχει επιτύχει να αγοράσει τελικά 1000 μετοχές ΟΤΕ στην τιμή των 17,2 ευρώ ανά μετοχή, ανεξαρτήτως από την άνοδο ή πτώση της τιμής του ΟΤΕ στο μεσοδιάστημα.

Η αγορά ΣΜΕ μπορεί λοιπόν να χρησιμοποιηθεί ως εναλλακτική επιλογή έναντι της αγοράς μετοχών μέσω του margin account που πρόκειται να εφαρμοστεί στην υποκείμενη αγορά, ή ακόμα για την επιτυχία μιας προθεσμιακής αγοράς μετοχών σε τιμή γνωστή εκ των προτέρων.

Β) ΠΡΟΣΔΟΚΙΑ ΠΤΩΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΣΕ ΠΤΩΣΗ.

Έστω ότι η μετοχή του ΟΤΕ στις 19 Νοεμβρίου διαπραγματεύεται στα 17 ευρώ στο ΧΑΑ και ότι το αντίστοιχο ΣΜΕ του ΟΤΕ λήξης Μαρτίου 2002 διαπραγματεύεται στα 17,2 ευρώ στο ΧΠΑ. Κάποιος επενδυτής αναμένει πτώση της μετοχής του ΟΤΕ στο επόμενο χρονικό διάστημα, αλλά δεν επιθυμεί να προχωρήσει σε ανοικτή πώληση (short selling) της ίδιας της μετοχής, μέσω της διαδικασίας δανεισμού τίτλων από το ΧΠΑ. Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να πουλήσει 10 ΣΜΕ του ΟΤΕ δεσμεύοντας μόνο το 18% της ονομαστικής αξίας της θέσης σαν περιθώριο ασφάλισης (margin).

Χρησιμοποιεί λοιπόν μία αρχική επένδυση 3060 ευρώ σαν <<ενέχυρο>>, έναντι των περίπου 20000 ευρώ που θα απαιτούνταν για τον δανεισμό 1000 μετοχών του ΟΤΕ από την ΕΤΕΣΕΠ (εκτός του margin, θα υπήρχε και το κόστος του ημερησίου ενοικίου δανεισμού με ετήσιο επιτόκιο περίπου 4% που θα ανερχόταν σε 1,9 ευρώ για 1000 μετοχές του ΟΤΕ).

Εάν πάλι κάποιος επενδυτής έχει στο χαρτοφυλάκιό του 1000 μετοχές ΟΤΕ και επιθυμεί να προχωρήσει σε προθεσμιακή πώληση αυτών με βάση την τιμή συναλλαγής του ΣΜΕ, μπορεί (έχοντας πουλήσει αρχικά τα 10 ΣΜΕ στα 17,2 ευρώ) να περιμένει τη λήξη του ΣΜΕ την Τρίτη Παρασκευή του Μαρτίου 2002 (15 Μαρτίου 2002), όπου θα πρέπει να προχωρήσει σε διακανονισμό με φυσική παράδοση στην τιμή διαπραγμάτευσης του ΟΤΕ εκείνη την ημέρα. Πρακτικά όμως, μέσω του ημερησίου διακανονισμού του ΣΜΕ (όπου ο επενδυτής κάθε μέρα εισπράττει τα κέρδη του ή καταβάλλει τη ζημία του), θα έχει επιτύχει να πουλήσει τελικά 1000 μετοχές ΟΤΕ στην τιμή των 17,2 ευρώ ανά μετοχή, ανεξαρτήτως από την άνοδο ή πτώση της τιμής του ΟΤΕ.

Η πώληση ΣΜΕ μπορεί λοιπόν να χρησιμοποιηθεί ως εναλλακτική επιλογή έναντι των ανοικτών πλύσεων μετοχών (short selling) στην υποκείμενη αγορά, ή ακόμα για την επιτυχία μιας προθεσμιακής πώλησης μετοχών σε τιμή γνωστή εκ των προτέρων. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι η δυνατότητα των στρατηγικών με ΣΜΕ σε μετοχές δεν περιορίζεται στα παραπάνω παραδείγματα. Μπορεί κανείς ακόμα να κάνει πλήρη αντιστάθμιση κινδύνου σε κάποιο χαρτοφυλάκιο που περιέχει μετοχές ΟΤΕ, ή ΕΤΕ, ή ΑΛΦΑ, ή ΕΕΕΚ. Μπορεί επίσης κάποιος επενδυτής να εκμεταλλευτεί τυχόν αποκλίσεις των τιμών των ΣΜΕ από τις αντίστοιχες θεωρητικές τους τιμές και να επιτύχει κέρδος από arbitrage μεταξύ της αγοράς των ΣΜΕ και αυτής των μετοχών, ακόμα και σε ουδέτερη αγορά. Τέλος, μπορεί κανείς να προβεί σε συναλλαγές ζευγών μετοχών (pairs trading), ή σε συναλλαγές συσχετίσεων μεταξύ κλάδων. Για παράδειγμα, ο επενδυτής που προσδοκά μεγαλύτερη απόδοση της μετοχής της ΕΤΕ έναντι της μετοχής του ΟΤΕ στο επόμενο χρονικό διάστημα, μπορεί να αγοράσει ΣΜΕ στην ΕΤΕ πουλώντας παράλληλα τον κατάλληλο αριθμό ΣΜΕ στον ΟΤΕ. Εάν η προσδοκία του επενδυτή για τη διαφορά ημερησίων αποδόσεων επαληθευτεί, τα κέρδη μπορεί να είναι σημαντικά, και αυτό ανεξάρτητα από το αν η τάση της αγοράς είναι συνολικά ανοδική ή πτωτική.

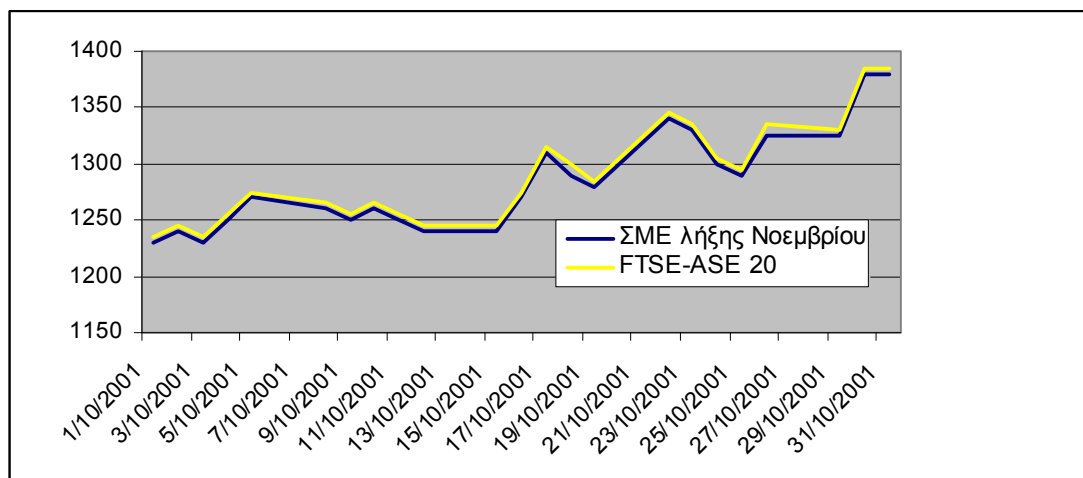
6.2 ΑΓΟΡΑ ΣΜΕ ΛΟΓΩ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ ΑΝΟΔΟΥ.

Βρισκόμαστε στις αρχές Οκτωβρίου. Η αγορά ακολούθησε έντονη πτώση, λόγω των διεθνών εξελίξεων και ο δείκτης FTSE ASE 20 βρίσκεται στα επίπεδα των 1200 μονάδων. Ας υποθέσουμε ότι ένας επενδυτής προσδοκά μια σύντομη ανάκαμψη των τιμών. Για να υλοποιήσει την προσδοκία του, αγοράζει στις 3 Οκτωβρίου, 10 ΣΜΕ στο δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης με μήνα λήξης τον Νοέμβριο στις 1215 μονάδες δείκτη. Η τιμή εκκαθάρισης του ΣΜΕ την ίδια ημέρα καθορίζεται στις 1216,11 μονάδες και η τιμή κλεισίματος του δείκτη στο ΧΑΑ στις 1236,67 μονάδες. Το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης (margin) ορίζεται στο 12% της τιμής κλεισίματος του δείκτη για κάθε συμβόλαιο. Μέχρι το επόμενο πρωί, ο επενδυτής θα πρέπει να καταβάλει ως περιθώριο ασφάλισης στον αντίστοιχο λογαριασμό $10 \cdot 1236,67 \cdot 12\% \cdot 5 = 7240$ ευρώ (εφόσον μια μονάδα του δείκτη ισοδυναμεί με 5 ευρώ). Ταυτόχρονα, ο επενδυτής θα εισπράξει και τα κέρδη από την ημερήσια άνοδο του ΣΜΕ σε σχέση με την τιμή που αγόρασε.

Τα κέρδη αυτά ανέρχονται σε $10 \cdot (1216,11 - 1215) \cdot 5 = 55,50$ ευρώ. Κάθε μέρα όσο διατηρεί τη θέση του ανοικτή, θα εισπράττει τα κέρδη ή θα αποδίδει τις ζημιές από τον ημερήσιο διακανονισμό του ΣΜΕ. Ταυτόχρονα το απαιτούμενο περιθώριο

ασφάλισης θα καθορίζεται με βάση την τιμή κλεισίματος του δείκτη στην υποκείμενη αγορά.

Τιμές ΣΜΕ λήξης Νοεμβρίου και FTSE-ASE 20 για τον Οκτώβριο



Οι προσδοκίες του επενδυτή τελικά πραγματοποιούνται και η τιμή του δείκτη, αλλά και του ΣΜΕ κινούνται ανοδικά κατά τον Οκτώβριο, όπως μπορούμε να δούμε στο γράφημα. Έτσι, ο επενδυτής αποφασίζει τελικά στις 31 Οκτωβρίου να κλείσει τη θέση του, κλειδώνοντας τα ως εκείνη την ημέρα κέρδη και αποδεσμεύοντας παράλληλα το περιθώριο ασφάλισης. Πουλά λοιπόν 10 ΣΜΕ με λήξη Νοεμβρίου στις 1370 μονάδες. Το συνολικό κέρδος που εισέπραξε μέχρι εκείνη την ημέρα από τον καθημερινό χρηματικό διακανονισμό είναι $10 \cdot (1370 - 1215) \cdot 5 = 7750$ ευρώ. Ταυτόχρονα, το μέγιστο περιθώριο ασφάλισης που κλήθηκε να δεσμεύσει ήταν το πρωί της 31 Οκτωβρίου και ανήρθε σε $10 \cdot 1331,29 \cdot 12\% \cdot 5 = 7988$ ευρώ δεδομένου ότι ο δείκτης την προηγούμενη εργάσιμη έκλεισε στις 1331,29 μονάδες. Η συνολική απόδοση του επενδυτή ήταν λοιπόν της τάξης του $7750/7988 = 97\%$, μέσα σε χρονικό διάστημα 28 ημερών, ενώ η αντίστοιχη ποσοστιαία άνοδος του δείκτη ήταν περίπου 11,2%.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η στρατηγική αυτή, επιτρέπει την υλοποίηση υψηλών αποδόσεων σε άνοδο τιμών (λόγω της μόχλευσης), αλλά παράλληλα εμπεριέχει και μεγάλο ρίσκο για τον επενδυτή σε περίπτωση πτώσης τιμών.

ΑΓΟΡΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΑΓΟΡΑΣ ΛΟΓΩ ΠΡΟΣΔΟΚΙΩΝ ΑΝΟΔΟΥ

Ας εξετάσουμε τώρα την περίπτωση όπου ένας επενδυτής με ανοδικές προσδοκίες για την τιμή του δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης, αποφασίζει στις 8 Οκτωβρίου να αγοράσει δικαιώματα αγοράς (call) στον δείκτη FTSE ASE-20 με λήξη τον Νοέμβριο

και τιμή αύξησης 1300 μονάδες, τη στιγμή που ο δείκτης την προηγούμενη έκλεισε στις 1259,76 μονάδες. Αυτό το Δικαίωμα είναι out-of-the-money διότι δεν περιέχει κάποιες εσωτερική αξία παρά μονό αξία χρόνου. Με αλλά λόγια, ο επενδυτής δε θα είχε κανένα όφελος αν μπορούσε να ασκήσει το δικαίωμα και να αγοράσει καλάθι μετοχών του δείκτη στις 1300 μονάδες, τη στιγμή που ο δείκτης διαπραγματεύεται στις 1260 μονάδες.

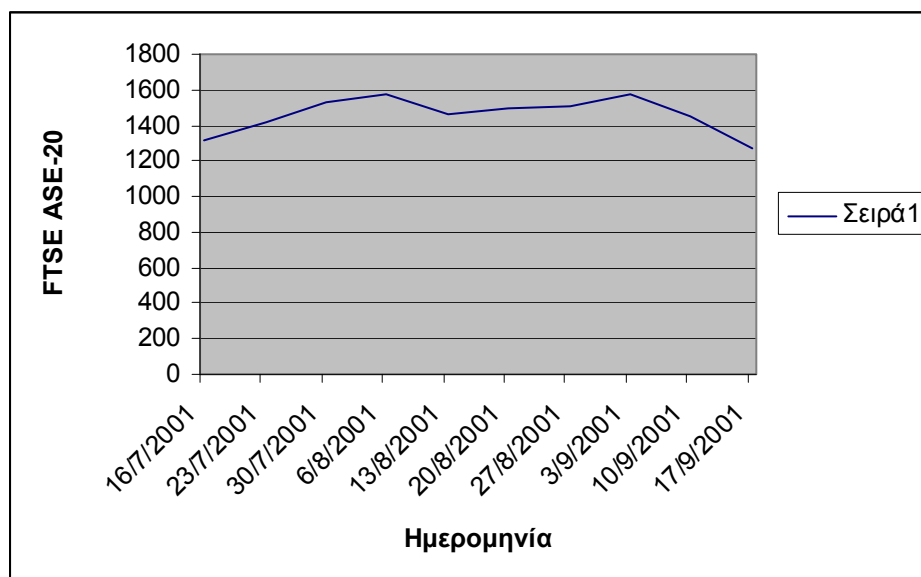
Η τιμή του συγκεκριμένου δικαιώματος premium στις 8 Οκτωβρίου διαπραγματεύτηκε από 33 έως 29 μονάδες. Έστω ότι ο επενδυτής αγόρασε τελικά 10 δικαιώματα αγοράς για τα οποία δαπάνησε το τίμημα των 30 μονάδων. Αυτό σημαίνει ότι το συνολικό κόστος του επενδυτή είναι $10 \cdot 30 \cdot 5 = 1500$ ευρώ. Λόγω του γεγονότος ότι επενδυτής αγοράζει δικαιώματα, ο κίνδυνος του περιορίζεται στο αρχικό κόστος της στρατηγικής. Έτσι δεν υποχρεούται να δέσμευση κάποιο περιθώριο ασφάλισης υπέρ ΕΤΕΣΕΠ.

Η αγορά στη συνέχεια κινείται ανοδικά και τελικά στις 30 Οκτωβρίου ο δείκτης κλείνει στις 1331,29 μονάδες. Ο επενδυτής αποφασίζει λοιπόν να κλείσει την θέση του στα δικαιώματα την επόμενη μέρα. Στις 31 Οκτωβρίου, το αντίστοιχο δικαίωμα διαπραγματεύτηκε με μέγιστη τιμή 90 και ελάχιστη 67 μονάδες. Ο επενδυτής κλείνει τελικά τη θέση του εκτελώντας την αντίθετη συναλλαγή (πράξη πώλησης). Πουλά δηλαδή 10 δικαιώματα αγοράς με τιμή εξάσκησης 1300 μονάδες και λήξη Νοεμβρίου και εισπράττει το τίμημα των 80 μονάδων ανά δικαίωμα. Με αυτό το τρόπο το συνολικό έσοδο του επενδυτή είναι $10 \cdot 80 \cdot 5 = 4000$ ευρώ. Ο επενδυτής κλειδώνει έτσι κέρδος που ανέρχεται στα $4000 - 1500 = 2500$. το κέρδος αυτό αντιστοιχεί σε μια απόδοση $2500 / 1500 = 167\%$ τη στιγμή που ο δείκτης την ίδια περίοδο παρουσίασε άνοδο 12%. Ας σημειώσουμε ότι ακόμα και σε περίπτωση που η αγορά είχε κινηθεί έντονα πτωτικά, η μέγιστη ζημιά του επενδυτή θα ήταν το αρχικό ποσό την επένδυσης δηλαδή τα 1500 ευρώ.

6.3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΓΙΑ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η αύξηση με σταθερά βήματα του όγκου συναλλαγών στο χρηματιστήριο παραγών από την έναρξη λειτουργίας του μέχρι και σήμερα αντικατοπτρίζει το γεγονός ότι όλο και περισσότεροι επενδυτές εκμεταλλεύονται τις νέες επενδυτικές δυνατότητες που προσφέρουν τα παράγωγα στην Ελλάδα. Εξ αλλού το ολοένα αυξανόμενο μερίδιο συναλλαγών των ιδιωτών (στο 39% του συνολικού όγκου συναλλαγών για το 1^ο εξάμηνο του 2001), αλλά και των θεσμικών επενδυτών (στο 15% του συνολικού όγκου των συναλλαγών για το 1^ο εξάμηνο του 2001) μαρτυρά το γεγονός ότι συνεχώς

αυξάνετε ο αριθμός επενδυτών που χρησιμοποιούν τα ΣΜΕ κι τα δικαιώματα προαίρεσης είτε για αντιστάθμιση κινδύνου είτε για αύξηση των αποδόσεων από συγκεκριμένες προσδοκίες για την αγορά. Στο διάγραμμα 1 έχει απεικόνιση η μεταβολή του δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης FTSE ASE-20 από τα τέλη Ιουλίου μέχρι και τις 21 Σεπτεμβρίου. Παρατηρεί κανείς μια συνολικά ανοδική τάση τον Αύγουστο με μια σημαντική διόρθωση στις αρχές Σεπτεμβρίου που εντάθηκε βέβαια έπειτα από τα γεγονότα τις 11 Σεπτεμβρίου στην Αμερική.



ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΤΙΚΗ ΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΗ ΣΜΕ ΣΤΟ FTSE ASE-20

Άσε υποθέσουμε ότι κάποιος επενδυτής κατέχει χαρτοφυλάκιο μετοχών blue chips που αγόρασε στις 17 Ιουλίου. Πιο συγκεκριμένα ας υποθέσουμε ότι η συνολική αξία του χαρτοφυλακίου του στις 17/7/2001 είναι 252783 ευρώ και ότι η αναλυτική του διάρθρωση είναι η εξής: 3000 μετοχές ΕΤΕ, 2700 μετοχές ΟΤΕ, 2300 μετοχές ΤΙΤΚ, 2500 μετοχές Alpha Bank, 2200 μετοχές ΔΟΛ. Στον παρακάτω πίνακα παραθέτουμε τους συντελεστές β των μετοχών που περιέχονται στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, δηλαδή το μέγεθος μεταβολής της τιμής της μετοχής όταν ο δείκτης μεταβάλλεται κατά μια μονάδα.

ΜΕΤΟΧΗ	β
ΕΤΕ	1,03
ΟΤΕ	0,87
ALPHA	1,12
ΔΟΛ	1,15
ΤΙΤΚ	0,95

Η άνοδος του δείκτη FTSE ASE-20 μέχρι το τέλος Αυγούστου ήταν σημαντική. Συγκεκριμένα, το καλό κλίμα που επικράτησε στη Σοφοκλέους οδήγησε το δείκτη της μεγάλης κεφαλαιοποίησης στις 1565 μονάδες στις 28/8/2001. έτσι ο επενδυτής σημείωσε κέρδη από το χαρτοφυλάκιο του διαμορφώνοντας την συνολική του αξία σε 314862 ευρώ (κέρδη περίπου 62080 ευρώ).

Πιστεύοντας ότι έπειτα από την έντονη άνοδο ο δείκτης θα ακολουθήσει διορθωτική πορεία ο επενδυτής επιθυμεί να κατοχυρώσει αυτά του τα κέρδη χωρίς να προβεί σε ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου του. Έτσι επιλέγει να προφυλάξει το χαρτοφυλάκιο του αντισταθμίζοντας τον κίνδυνο της πτώσης με πώληση ΣΜΕ στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Μάλιστα επειδή ο επενδυτής δεν διαθέτει περαιτέρω ρευστότητα, αποφασίζει να χρησιμοποιήσει τις μετοχές του σαν ενέχυρο για να κάλυψη το απαιτούμενο περιθώριο ασφάλισης (margin).

Για να επιτύχει σωστά την αντιστάθμιση του χαρτοφυλακίου του ο επενδυτής υπολογίζει πρώτα το συνολικό συντελεστή β του χαρτοφυλακίου του χρησιμοποιώντας το σταθμικό μέσο ορό των β της κάθε μετοχής (ανάλογα με το σχετικό βάρος της κάθε μετοχής στο χαρτοφυλάκιο). Αυτός ο υπολογισμός δίνει τελικά: $\beta_{\text{χαρτοφυλακίου}}=1,005$.

Στη συνέχεια ο επενδυτής υπολογίζει τον συνολικό αριθμό ΣΜΕ που θα πρέπει να πουλήσει για να αντιστάθμιση την αξία του χαρτοφυλακίου του. Αυτό γίνεται διαιρώντας την συνολική αξία του χαρτοφυλακίου του με την ονομαστική αξία ενός ΣΜΕ (για παράδειγμα το ΣΜΕ Οκτωβρίου που στις 28/8 διαπραγματευόταν περίπου στις 1555 μονάδες) και πολλαπλασιάζοντας το αποτέλεσμα με το β του χαρτοφυλακίου:

$$N_{\Sigma\text{ΜΕ}} = \frac{\text{Αξία χαρτοφυλακίου (28/8/2001)}}{\text{ονομαστική αξία ΣΜΕ (28/8/2001)}} * \beta_{\text{χαρτοφυλακίου}} = \frac{314862}{1555 * 5} * 1,005 = 40,7$$

Ας υποθέσουμε λοιπόν ότι ο επενδυτής στις 28/8/2001 πουλά 41 ΣΜΕ με λήξη Οκτωβρίου στις 1555 μονάδες (υπέρ αντιστάθμιση χαρτοφυλακίου). Κατά τις ημέρες που ακολουθούν, οι φόβοι του επενδυτή για πτωτική τάση της αγοράς επαληθεύονται, όμως τώρα η ζημιά που υπόκειται το χαρτοφυλάκιο του αντισταθμίζεται σχεδόν πλήρως από τα κέρδη που σημειώνει η θέση πώλησης που έχει λάβει στα ΣΜΕ. Έτσι αξία των μετοχών παραμένει κατά κάποιον τρόπο “κλειδωμένη” στα επίπεδα που βρισκόταν στις 28/8/2001 ανεξάρτητα από την γενική τάση του δείκτη.

Η κίνηση του δείκτη στη συνεπεία ήταν έντονα πτωτική, κυρίως λόγω της τρομοκρατικής επίθεσης στην Αμερική κάτι που πίεσε εντονότερα τις τιμές των συγκεκριμένων μετοχών του χαρτοφυλακίου. Ας εξετάσουμε στις 21/9/2001 πια είναι τα κέρδη και οι ζημιές για τον επενδυτή:

- Η πτώση των μετοχών στο διάστημα 28/8 – 21/9 οδηγεί τον επενδυτή σε ζημιά της τάξης των 74100 ευρώ
- Η θέση πώλησης του επενδυτή ΣΜΕ αποδίδει ένα κέρδος 84035 ευρώ (=41*5 ευρώ(1555-1445))

Συνολικά, το σύνθετο χαρτοφυλάκιο έχει κέρδος $84035-74100=9937$ ευρώ, τη στιγμή μάλιστα που ο επενδυτής θα σημείωνε σημαντική ζημιά σε περίπτωση που δεν είχε χρησιμοποιήσει αντιστάθμιση.

Ας δούμε τώρα και το αυθεντικό αποτέλεσμα της αντιστάθμισης στη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου πιο μεσοπρόθεσμα. Εάν ο επενδυτής δεν είχε χρησιμοποιήσει την αντιστάθμιση με ΣΜΕ η συνολική του ζημιά από 17/7-21/9 θα ήταν 12019 ευρώ που αντιστοιχεί σε μια αρνητική απόδοση (-5%). Χρησιμοποιώντας όμως την αντιστάθμιση η συνολική απόδοση του επενδυτή είναι θετική και φτάνει το 25% με συνολικά κέρδη της τάξης των 72000 ευρώ.

Βλέπουμε λοιπόν ότι η αντισταθμιστική πώληση ΣΜΕ σε περιόδους πτώσης των τιμών προστατεύει χαρτοφυλάκια μετοχών, χωρίς να πιέζεται η υποκείμενη αγορά με μαζικές ρευστοποιήσεις. Βεβαία αξίζει να σημειωθεί ότι κάθε θέση αντιστάθμισης χρειάζεται στενή παρακολούθηση πω τον επενδυτή διότι σε μια αγορά οι τάσεις αντιστρέφονται εύκολα. Το «ασφάλιστρο» που συνδυάζεται με το χαρτοφυλάκιο των μετοχών, μπορεί να αναιρεθεί κάποια μελλοντική στιγμή (κλείνοντας την θέση πώλησης) εάν ο επενδυτής προσδοκά νέα ανοδική τάση στην αγορά. Έτσι ο θεσμικός αλλά και ο ιδιώτης μπορούν πλέον να κατοχυρώσουν τυχόν κέρδη στα χαρτοφυλάκια μετοχών τους, χωριά να αναγκάζονται να προβαίνουν σε βεβαιασμένες πωλήσεις στη Σοφοκλέους, αλλά και χωρίς επίπλων ρευστότητα αφού μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις ίδιες τις μετοχές σαν περιθώριο ασφάλισης για τις θέσεις σε ΣΜΕ.

6.4 ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΠΩΛΗΣΗΣ ΜΕ ΣΥΜΦΩΝΟ ΕΠΑΝΑΓΟΡΑΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ

Η εισαγωγή των συμβολαίων δανεισμού τίτλων στην ελληνική αγορά εξυπηρετεί τη δημιουργία μιας “δεξαμενής” μετοχών από το ΧΠΑ και την ΕΤΕΣΕΠ, από την οποία θα μπορούν οι επενδυτές να δανείζονται μετοχές είτε για να πραγματοποιήσουν

ανοιχτές πωλήσεις είτε για να καλύψουν ανοιχτές θέσεις σε παράδοση τίτλων που προέκυψαν από αλλά παράγωγα προϊόντα.

Ας υποθέσουμε για παράδειγμα ότι ένας επενδυτής πιστεύει ότι η ΕΤΕ θα κινηθεί πτωτικά στο επόμενο χρονικό διάστημα και αποφασίζει να πουλήσει ανοιχτά 100 μετοχές ΕΤΕ. Για να το πραγματοποιήσει αυτό πρέπει να δανειστεί 100 μετοχές ΕΤΕ από την ΕΤΕΣΕΠ, αγοράζοντας ένα συμβόλαιο stock reverse repo. Το τρέχον επιτόκιο που θα δανειστεί καθορίζεται από την ΕΤΕΣΕΠ συμφωνά με ένα αλγόριθμο που λαμβάνει υποψιών την ζήτηση και εκφράζεται σε ετησία βάση ανά συμβόλαιο. Στις 30 Οκτωβρίου το ετήσιο επιτόκιο ανέλθε για την ΕΤΕ 2,30%. Η τιμή κλεισίματος της ΕΤΕ την προηγούμενη εργάσιμη ήταν 27,46 ευρώ. Αυτό σημαίνει ότι ο επενδυτής θα πληρώσει κάθε μέρα $(2,30\% * 27,46) / 360 = 0,0017$ ευρώ ανά μετοχή ή 0,17 ευρώ για ένα συμβόλαιο αφού κάθε συμβόλαιο έχει 100 μετοχές. Το ημερήσιο τίμημα καταβάλλεται καθημερινά και είναι σταθερό για όλη τη διάρκεια δανεισμού των μετοχών. Παράλληλα ο επενδυτής είναι υποχρεωμένος να δέσμευση υπέρ ΕΤΕΣΕΠ ως περιθώριο ασφάλισης συνολικό ποσό που ανέρχεται στο 125% της ονομαστικής αξίας του συμβολαίου. Αυτό σημαίνει ότι το περιθώριο ασφάλισης την 1^η ημέρα θα είναι $(125\% * 100 * 27,46) = 3432,5$ ευρώ και θα μεταβάλλεται καθημερινά ανάλογα με την πορεία του υποκειμένου τίτλου. Οι μετοχές παραδίδονται στη μερίδα του επενδυτή το αργότερα την επόμενη εργάσιμη της συναλλαγής. Αν μετά από 60 ημέρες ο επενδυτής αποφασίσει ότι θέλει να κλείσει τη θέση του, αγοράζει από την υποκείμενη αγορά 100 μετοχές ΕΤΕ στην τρέχουσα τιμή και τις επιστρέφει στην ΕΤΕΣΕΠ. Με αυτόν τον τρόπο κλείνει και την θέση του στο συμβόλαιο stock reverse repo, ενώ έχει καταβάλει συνολικά 10,2 ευρώ σαν τόκο. Ταυτόχρονα αποδεσμεύεται και το ποσό του περιθωρίου ασφάλισης. Το συνολικό έσοδο από τα συμβόλαια stock reverse repo για κάθε μετοχή αποδίδεται στους επενδυτές που δανείσαν τις αντίστοιχες μετοχές στην ΕΤΕΣΕΠ. Ας εξετάσουμε τώρα για παράδειγμα την περίπτωση όπου ένας επενδυτής κατέχει 200 μετοχές ΟΤΕ, τις οποίες δεν σκοπεύει να πουλήσει άμεσα. Μπορεί να τις δανείσει στην ΕΤΕΣΕΠ πουλώντας 2 συμβόλαια stock repo του ΟΤΕ. Στις 4 Οκτωβρίου η τρέχουσα τιμή δανεισμού είναι 100,59 εκφρασμένη σε ευρολεπτά ανά μετοχή. Το τίμημα καταβάλλεται στον επενδυτή την τελευταία εργάσιμη κάθε ημερολογιακού μηνά. Έτσι αν στις 31 Οκτωβρίου η αντίστοιχη τιμή του stock repo στον ΟΤΕ 103,50 ο επενδυτής θα εισπράξει $(103,50 - 100,59) * 200$ ευρολεπτα = 5,82 ευρώ. Παράλληλα οι μετοχές που δάνεισε ο επενδυτής μπορούν να χρησιμοποιηθούν και σαν περιθώριο ασφάλισης για άλλες πράξεις σε

παράγωγα προϊόντα. Δανείζοντας μετοχές ΟΤΕ, ο επενδυτής αποκτά ένα θετικό margin που ανέρχεται στο 70% της χρηματιστηριακής αξίας της θέσης, με βάση το οποίο μπορεί να καλύψει απαιτήσεις περιθωρίου ασφάλισης για επένδυση σε αλλά παράγωγα προϊόντα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΒΕΛΤΙΩΣΕΙΣ

7.1 Προτάσεις που έχουν δημοσιοποιηθεί από την International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

1. Μια από τις προτάσεις αυτές είναι η δημιουργία μίας ανεξάρτητης διοικητικής επιτροπής διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου με αρμοδιότητες:
 - Την ανάπτυξη ενός συστήματος πιστωτικών ορίων ανά περιοχή πιστωτικού κινδύνου. Τα πιστωτικά όρια που θα εφαρμοστούν θα πρέπει να αποτελούν μέρος της ευρύτερης πιστωτικής πολιτικής της χρηματιστηριακής εταιρείας και θα πρέπει να συνδέονται τόσο με τα επίπεδα του κινδύνου αγοράς, όσο και με τη ρευστότητα του οργανισμού. Πιστωτικά όρια θα πρέπει να ορίζονται ανά κατηγορία αντισυμβαλλομένου και η διαχείριση τους θα πρέπει να είναι καθημερινή.
 - Την εφαρμογή συγκεκριμένης πολιτικής <<καλυμμάτων>>, δηλαδή την εφαρμογή συγκεκριμένων και ειδικά σχεδιασμένων φορμών για την καταγραφή και αποτίμηση των <<καλλυμάτων>> ανά περίπτωση. Σημειώνεται ότι οι συμβάσεις / συμφωνίες με <<καλλύματα>> θα πρέπει να υποστηρίζονται από όλα τα απαραίτητα δικαιολογητικά και να στηρίζονται στην εκτίμηση που έχει γίνει από το αρμόδιο τμήμα για τον πιστωτικό κίνδυνο κάθε αντισυμβαλλόμενου ξεχωριστά. Γενικό κανόνα αποτελεί η καθημερινή αποτίμηση του <<καλλύματος>> .
 - Την ανάπτυξη μεθοδολογίας υπολογισμού του πιστωτικού κινδύνου.

2. Για τα πιστωτικά όρια προτείνεται να ορίζονται ανά αντισυμβαλλόμενο, αφού έχει εκτιμηθεί προηγουμένως ο πιστωτικός του κίνδυνος(με τη χρησιμοποίηση συγκεκριμένων μεθόδων μετρήσεων, οι οποίες θα πρέπει να είναι αποδεκτές και από το Τμήμα Διαχείρισης Κινδύνου και από την ειδική επιτροπή διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου).

3. Σημαντικό ρόλο όμως έχει να διαδραματίσει και το Τμήμα Εσωτερικού Ελέγχου ως θεματοφύλακας της αποτελεσματικότητας και επάρκειας του Συστήματος Εσωτερικών Διαδικασιών και Λειτουργιών του οργανισμού. Το τμήμα Εσωτερικού Ελέγχου θα διαμορφώσει ειδικές ελεγκτικές διαδικασίες προκειμένου να διασφαλίσει

την αποτελεσματικότητα διαχείρισης των πιστώσεων και την επάρκεια των διαδικασιών που τις υποστηρίζουν.

Ειδικά θα πρέπει να ελεγχθούν οι περιοχές κινδύνου που αφορούν:

- Τις διαδικασίες έγκρισης του πελάτη και του ύψους της πίστωσης.
- Τις διαδικασίες παρακολούθησης του Τρέχοντος Περιθωρίου.
- Την καθημερινή αποτίμηση του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας.
- Την καθημερινή παρακολούθηση του Ελλείμματος Περιθωρίου ανά λογαριασμό και τον εντοπισμό προβληματικών Λογαριασμών Πίστωσης.
- Την εκτέλεση των κοινοποιήσεων απαιτήσεων καλύψεων (margin calls).
- Την ορθή εκτέλεση των εντολών σε λογαριασμούς margin.
- Την τακτική ενημέρωση των πελατών.
- Την πληρότητα των αρχείων των πελατών.
- Την ορθότητα καταχώρησης των εγγραφών.
- Την αποτελεσματικότητα των συμφωνιών στους Λογαριασμούς Πίστωσης.
- Τη συνέπεια τήρησης του πιστωτικού ορίου ανά πελάτη και του συνολικού ορίου της εταιρείας.

4. Τέλος για να είναι αποτελεσματική και πλήρης η αφομοίωση του νέου προϊόντος από το Σύστημα Εσωτερικού Ελέγχου της χρηματιστηριακής εταιρείας, χρειάζεται η αναβάθμιση του υφιστάμενου λογισμικού υποστήριξης προκειμένου να επιτευχθεί πλήρης αυτοματοποίηση των περισσότερων διαδικασιών, τόσο των καθημερινών ρουτινών όσο και των ελέγχων. Η <<καρδιά.>> του συστήματος που θα υποστηρίξει το margin trading είναι η καθημερινή on-line, on real time παρακολούθηση και αποτίμηση του Χαρτοφυλακίου Ασφαλείας. Σε δεύτερο επίπεδο θα πρέπει να αυτοματοποιηθούν οι εγγραφές στους Λογαριασμούς Πίστωσης και σε τρίτο επίπεδο η δυνατότητα παραγωγής Exceptional Reports(Καταστάσεις Υπερβάσεων και Ελλειμμάτων Περιθωρίου).

7.2 Υπόμνημα οκτώ σημείων για την εφαρμογή του margin account που κατέθεσε στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ο Σύνδεσμος Μελών Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΣΜΕΧΑ)

Τα οκτώ σημεία του ΣΜΕΧΑ έχουν ως εξής:

* Προτείνεται να μην καθοριστεί ανώτατο όριο δανειοδότησης για κάθε πελάτη και να απαγορευτεί η δυνατότητα παροχής πίστωσης σε offshore εταιρείες, για να αποφευχθεί ο κίνδυνος αναταράξεων σε μια πτωτική αγορά με τη μορφή του «φαινόμενου του ντόμινο».

* Προτείνεται η λειτουργία του κεντρικού αντισυμβαλλομένου (central counterparty). Παράλληλα, ο ΣΜΕΧΑ θεωρεί ότι η Εταιρεία Εκκαθάριση Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤΕΣΕΠ) θα πρέπει να μετατραπεί σε εκκαθαριστήριο (clearing house), το οποίο θα βρίσκεται σε συνεχή επικοινωνία με τα αντίστοιχα της Ευρώπης, ώστε να μπορεί να εφαρμοστεί σωστά ο θεσμός του δανεισμού.

* Την άμεση εφαρμογή του θεσμού της προπώλησης (short selling) και του κύριου διαπραγματευτή (market maker) για τις εισηγμένες και όλους τους επενδυτές ζητά ο Σύνδεσμος, προκειμένου να υπάρχει ίση μεταχείριση για όλους.

* Σύμφωνα με τον ΣΜΕΧΑ, δεν θα πρέπει να απαιτείται από τις ΑΧΕ ιδιαίτερη άδεια για να παρέχουν πιστώσεις σε επενδυτές, όταν οι ίδιοι οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να διενεργούν από μόνοι τους χρηματιστηριακές συναλλαγές.

* Ζητά από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να καθορίσει με μεγαλύτερη λεπτομέρεια το περιεχόμενο της σύμβασης για το margin account.

* Ζητά από το ΧΑΑ να καθορίσει τη λίστα των marginable μετοχών, όπως ήδη συμβαίνει στο Χρηματιστήριο Παραγώγων.

* Ζητά να ληφθεί υπόψη για την κεφαλαιακή επάρκεια μιας ΑΧΕ ο τρόπος υπολογισμού των δανείων που παρέχει προς τους πελάτες της, προκειμένου να μην προκαλούνται προβλήματα στην ίδια την κεφαλαιακή επάρκεια.

* Ο ΣΜΕΧΑ προτείνει τον έλεγχο των στελεχών των τραπεζικών υποκαταστημάτων που ασχολούνται με τις χρηματιστηριακές συναλλαγές και υπογραμμίζει την αναγκαιότητα καθορισμού των όρων ενεχυρίασης των τίτλων του πελάτη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1.ΦΥΣΙΚΗ/ΕΝΤΥΠΗ:

- ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ
- ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΠΕΤΡΑΚΗΣ
Β ΤΟΜΟΣ

2.ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ:

- ECONOMICS.GR
- WWW.HSBC.GR
- WWW.ASE.GR
- WWW.EUROBANK.GR
- WWW.ATEBANK.GR
- WWW.ADEX.ASE.GR
- WWW.GOOGLE.GR
- WWW.NAUTEMPORIKI.GR