



ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΚΑΙ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ  
ΠΡΟΪΟΝΤΑ»

της

ΜΠΑΛΟΔΗΜΟΥ ΑΛΕΞΑΝΔΡΑΣ  
Επιβλέπων Καθηγητής: ΝΕΓΚΑΚΗΣ ΧΡΗΣΤΟΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στην  
Εφαρμοσμένη Λογιστική και Ελεγκτική

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2013

« A derivative is a like a razor. You can use it to shave yourself and make yourself attractive for your girlfriend. You can slit her throat with it. Or you can use it to commit suicide. »

James Morgan, Financial Times 4.3.1995

« Τα παράγωγα είναι σαν το ξυράφι. Μπορείς να το χρησιμοποιήσεις για να ξυριστείς και να γίνεις ελκυστικός στην φιλενάδα σου. Μπορείς να της κόψεις το λαιμό με αυτό ή ακόμη και να αυτοκτονήσεις. »

James Morgan, Financial Times 4.3.1995

## Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ .....	7
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ.....	8
ΠΕΡΙΛΗΨΗ (ABSTRACT) .....	9
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b> .....	10
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	10
1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ .....	11
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b> .....	14
2.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.....	14
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b> .....	18
3.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ .....	18
3.1.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (market risk).....	18
3.1.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ (interest rate risk) .....	19
3.1.3 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ Ή ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΗΣ ΔΥΝΑΜΗΣ (inflation risk or purchasing power risk) .....	19
3.1.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ (financial risk).....	19
3.1.5 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (business risk).....	20
3.1.6 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (exchange rate risk or currency risk) .....	20
3.1.7 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (liquidity risk) .....	20
3.1.8 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (credit risk or default risk).....	20
3.1.9 ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (systematic risk or market risk and unsystematic risk) .....	21
3.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ.....	22
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b> .....	23
4.1 ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΙΟΝΤΑ .....	23
4.1.1 Ορισμός χρηματοοικονομικών παραγώγων (financial derivatives) .....	23
4.2 Οι ρυθμίσεις των χρηματοοικονομικών μέσων σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο (Δ.Λ.Π.) 32 .....	24
4.2.1 Η έννοια των παραγώγων μέσα από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.....	26
4.3 Χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων.....	26
4.4 Χρήσεις των χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων .....	27
4.5 Τελικοί χρήστες των παραγώγων.....	29

4.6 Κατηγοριοποίηση των παραγώγων.....	30
4.7 Η ελληνική αγορά παραγώγων και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.) .....	31
4.8 Χρηματοοικονομικά παράγωγα που διαπραγματεύονται εκτός Χρηματιστηρίου .....	33
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5</b> .....	<b>34</b>
5.1 Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (forwards) .....	34
5.2 Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) .....	36
5.2.1 Γενικά χαρακτηριστικά ΣΜΕ (futures).....	36
5.2.2 Εταιρίες εκκαθάρισης (clearing house) .....	37
5.2.3 Διαφορές forwards και futures.....	38
5.3 Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (options).....	40
5.4 Οι Συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) .....	41
5.5 Εξειδικευμένα παράγωγα.....	43
5.5.1 Παράγωγα επιτοκίων .....	44
5.5.1.1 CAP Δικαίωμα ανώτατου ή μέγιστου επιτοκίου .....	44
5.5.1.2 FLOOR Δικαίωμα κατώτατου ή ελάχιστου επιτοκίου .....	44
5.5.1.3 COLLARS Δικαίωμα ανώτατου και κατώτατου επιτοκίου .....	45
5.5.1.4 FRAs (Forward Rate Agreements) .....	45
5.6 Τα Warrants .....	45
5.7 Εξειδικευμένα παράγωγα στην αγορά παραγώγων του Χ.Α. ....	46
5.7.1 Ανοιχτές πωλήσεις(short selling).....	46
5.7.2 Repos επί μετοχών του ΧΠΑ.....	47
5.7.2.1 Σύμβαση πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς (stock repo/stock lending) .....	48
5.7.2.2 Σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (stock reverse repo/stock borrowing) .....	49
5.7.2.3 Συμβάσεις επαναγοράς (repurchase agreements) .....	49
5.8 Νέα είδη παραγώγων στην αγορά.....	50
5.8.1 CDS.....	50
5.9 Τα σκάνδαλα του 21ου αιώνα μέσω της χρήσης παραγώγων .....	52
5.10 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης και τα σύνθετα χρηματοοικονομικά παράγωγα .....	53
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6</b> .....	<b>54</b>
6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ .....	54
6.1.1 Η έννοια της Αντιστάθμισης(hedging) .....	54
6.2 Η εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage) .....	55

6.3 Η κερδοσκοπία και οι κερδοσκόποι(speculation).....	56
6.3.1 Τα είδη των κερδοσκόπων .....	56
6.4 Αντιστάθμιση με τη χρήση ΣΜΕ(futures) .....	57
6.4.1 Αντιστάθμιση πώλησης (short hedge) .....	58
6.4.2 Αντιστάθμιση αγοράς (long hedge) .....	58
6.5 Αντιστάθμιση με συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης.....	59
6.5.1 Spread .....	59
6.5.2 Αντιστάθμιση με προστατευτικό δικαίωμα αγοράς.....	60
6.5.3 Καλυμμένες θέσεις δικαιωμάτων .....	60
6.6 Διαφορές αντισταθμιστικών ωφελειών από Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης .....	60
6.7 Στατική αντιστάθμιση.....	61
6.8 HEDGE FUNDS .....	62
6.8.1 Τι είναι τα Αντισταθμιστικά Κεφάλαια και πως λειτουργούν στην διαχείριση του κινδύνου .....	62
6.8.2 Τα Hedge Funds στην ελληνική αγορά .....	64
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7</b> .....	66
7.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.....	66
7.1.1 Ορισμοί που αφορούν την λογιστική αντιστάθμισης σύμφωνα με το Δ.Λ.Π.39 .....	66
7.2 Λογιστικής αντιστάθμισης και προϋποθέσεις εφαρμογής της.....	67
7.2.1 Ορισμός λογιστικής αντιστάθμισης.....	67
7.2.2 Προϋποθέσεις εφαρμογής της λογιστικής αντιστάθμισης.....	68
7.3 Αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης .....	68
7.3.1 Αντιστάθμιση της εύλογης αξίας.....	69
7.3.2 Αντιστάθμιση ταμιακών ροών .....	71
7.3.3 Αντιστάθμιση καθαρής επένδυσης σε εκμετάλλευση στο εξωτερικό .....	73
7.4 Μέθοδοι μέτρησης της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης.....	76
7.5 Διακοπή της Λογιστικής Αντιστάθμισης.....	77
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8</b> .....	80
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ .....	80
 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	82
 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ .....	85
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Φορολογία Παραγωγών .....	85

ΠΑ. 1 Φορολογική διαχείριση του κέρδους ή της ζημίας που προκύπτει από πράξεις επί παραγώγων χρηματιστηριακών προϊόντων .....	85
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β: Ισχύουσα φορολογική νομοθεσία (Ν. 2238/94 Κύρωση του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος ΦΕΚ Α΄151/16-09-1994).....	87
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ: Ο Νόμος 2190/1920 για τις Ανώνυμες Εταιρίες .....	91

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Ένα θερμό ευχαριστώ στον καθηγητή μου κύριο Νεγκάκη Χρήστο για την παροχή πολύτιμων επιστημονικών συμβουλών και επισημάνσεων κατά την επίβλεψη της διπλωματικής μου εργασίας.

Ευχαριστίες επίσης θα ήθελα να εκφράσω ακόμη προς την οικογένεια μου για την αμέριστη συμπαράσταση τους καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

<b>Σχήμα 1.</b> Η έκρηξη της αγοράς των παραγώγων	<b>Σελ.13</b>
<b>Σχήμα 2.</b> Οι 4 ηγέτιδες τράπεζες στην αμερικανική αγορά που πρωταγωνιστούν στη χρήση παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων κατά το 2010.	<b>Σελ.29</b>
<b>Σχήμα 3.</b> Η τμηματοποίηση της αγοράς των παραγώγων	<b>Σελ.31</b>
<b>Σχήμα 4.</b> Θέσεις προθεσμιακών συμβολαίων	<b>Σελ.35</b>
<b>Σχήμα 5.</b> Η λειτουργία των clearing house	<b>Σελ.38</b>
<b>Σχήμα 6.</b> Χειρισμός αποτελεσμάτων στη λογιστική αντιστάθμιση	<b>Σελ.76</b>



## ΠΕΡΙΛΗΨΗ (ABSTRACT)

Η παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρεί να σκιαγραφήσει την έννοια των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων μιας και αποτελούν πλέον αναπόσπαστο κομμάτι των χρηματοοικονομικών αγορών και διατέλεσαν στην πορεία των ετών καθοριστικό ρόλο στη μεταβολή του τρόπου διαχείρισης των κεφαλαίων και στην αντιστάθμιση του κινδύνου. Η ανάγκη λοιπόν, για την αντιμετώπιση των κινδύνων έχει γίνει ακόμη πιο έκδηλη λόγω της μεταβλητότητας των αγορών, της παγκοσμιοποίησης και του έντονου και αυξανόμενου ανταγωνισμού. Στο σημείο αυτό έρχονται να προστεθούν τα παράγωγα, καθώς αποτελούν τα κατ' εξοχήν κατάλληλα εργαλεία για τον σκοπό που προαναφέρθηκε.

Στόχος της διπλωματικής εργασίας είναι να αποτελέσει ένα χρήσιμο εγχειρίδιο για τον αναγνώστη της, ώστε να αποκτήσει μια πρώτη επαφή με το δυσνόητο μεν, αλλά γοητευτικό από την άλλη πλευρά επιστημονικό αυτό πεδίο. Η εισαγωγή στις έννοιες των παραγώγων προϊόντων, της αντιστάθμισης, της λογιστικής διαδικασίας που απαιτείται για την αντιμετώπιση αυτών καθώς και του φορολογικού καθεστώτος που επικρατεί γίνεται με τρόπο αναλυτικό και κατανοητό, ώστε να μην δημιουργούνται κενά κατά την μελέτη της.

Κατά τη διάρκεια της ανάγνωσης γίνεται εμφανές ότι ο κυριότερος λόγος συζήτησης των χρηματοοικονομικών αυτών εργαλείων είναι το γεγονός ότι εξυπηρετούν ένα τεράστιο εύρος οικονομικών λειτουργιών, εφόσον υπάρχει μια μεγάλη γκάμα παραγώγων κατάλληλα σχεδιασμένα για τις εκάστοτε ανάγκες των επενδυτών. Η μείωση των κινδύνων που υπόσχονται, η ρευστότητα που προσφέρουν, τα χαμηλά κόστη συναλλαγών και η βελτίωση της αποτελεσματικότητας των αγορών τα καθιστούν εύκολη λεία και πρώτη επιλογή για τους διαπραγματευτές τους.

Συνεπώς, όλα τα προαναφερθέντα θα παρουσιαστούν αναλυτικότερα στη συνέχεια του παρόντος πονήματος με την ελπίδα ότι η έρευνα αυτή θα συμβάλει ουσιαστικά στην κατανόηση και στην εμπέδωση του περίφημου κόσμου των παραγώγων.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο χώρος των χρηματοοικονομικών και γενικότερα οι χρηματοοικονομικές αγορές υπέστησαν εντυπωσιακές αλλαγές τα τελευταία 30 έτη, συμπεριλαμβανομένου και αυτού του πλαισίου των παραγώγων. Πλανάται η άποψη πως τα παράγωγα είναι χρηματιστηριακά προϊόντα που κάνανε την εμφάνισή τους τις τελευταίες δεκαετίες στις κεφαλαιαγορές, πράγμα εξαιρετικά αναληθές αφού πρόκειται για μηχανισμούς που απαντώνται ακόμα από τα αρχαία χρόνια και εντάσσονται στις τεχνικές διαχείρισης κινδύνου. Από τις περισσότερο πολύπλοκες μορφές επενδύσεων, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα και μόνο στο άκουσμα τους τρομάζουν αρκετούς από τους ανθρώπους που προσπαθούν δειλά-δειλά να προσεγγίσουν και να κατανοήσουν ικανοποιητικά τη λειτουργία και τον λόγο ύπαρξής τους. Απόψεις και γνώμες σχετικά με αυτά έχουν διατυπωθεί πολλές, χωρίς ωστόσο το κατάλληλο υπόβαθρο γνώσης, κατανόησης και εμπειρίας.

Τα παράγωγα χρησιμοποιούνται σε καθημερινή βάση τόσο από τους επενδυτές όσο και από τις επιχειρήσεις. Η ευρεία χρήση τους δικαιολογείται κάλλιστα από το υπάρχον οικονομικό περιβάλλον χαρακτηριστικά του οποίου είναι η έντονη μεταβλητότητα των επιτοκίων, οι μεταβολές στις νομισματικές ισοτιμίες, οι διακυμάνσεις στις τιμές των εμπορευμάτων και των αγαθών, η ανταγωνιστική διάθεση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, η παγκοσμιοποίηση των συναλλαγών και του εμπορίου καθώς και άλλοι αστάθμητοι παράγοντες των οικονομικών συνθηκών.

Αναντίρρητα, τα παράγωγα προϊόντα αποτελούν ισχυρά εργαλεία στα χέρια των επενδυτών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που τα χρησιμοποιούν ώστε να αποκομίσουν χρηματικά οφέλη και κυρίως να μειώσουν τον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους. Το σύνολο τους διέπεται από ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά, παρόλα αυτά όμως υπάρχουν ορισμένες ουσιαστικές διαφορές μεταξύ αυτών με αποτέλεσμα να διαχωρίζονται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες: τα προθεσμιακά συμβόλαια, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, τις ανταλλαγές απαιτήσεων και τα δικαιώματα προαίρεσης. Φυσικά, πέρα από τις κλασικές μορφές αυτών υπάρχουν και πιο εξειδικευμένα είδη κατάλληλα σχεδιασμένα να εξυπηρετούν και να καλύπτουν τις εξειδικευμένες ανάγκες των επενδυτών.

Συνακόλουθα με τα παραπάνω, αναδύεται και το θέμα της λογιστικής κατανόησης των διαδικασιών που συνδέονται με τα παράγωγα και στοχεύουν στην αντιστάθμιση του κινδύνου, δηλαδή στη συστηματική προσπάθεια μείωσης της εξάρτησης των επιχειρήσεων από την έκθεση στον κίνδυνο. Η προσέγγιση λοιπόν, όλων των προαναφερθέντων θα επιχειρηθεί να δοθεί σε όλο το εύρος της παρούσας εργασίας.

## 1.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα δεν αποτελούν καινοτομία των σύγχρονων αγορών κεφαλαίου και χρήματος. Ανατρέχοντας στα ιστορικά στοιχεία συναντώνται αιώνες πριν, αφού παρείχαν τη δυνατότητα στους διαχειριστές τους και κατ' επέκταση στους επενδύτες να διαχειρίζονται ποικίλες μορφές εμφανιζόμενων κινδύνων και ταυτόχρονα να συνθέτουν νέα προϊόντα, όπου εμφανιζόταν η εκάστοτε ανάγκη.

Προχωρώντας βαθιά στο παρελθόν μπορεί κανείς να εντοπίσει την πρώτη γνωστή περιγραφή ενός συμβολαίου δικαιώματος προαίρεσης (option) στα γραπτά κείμενα του Αριστοτέλη στο βιβλίο του «Πολιτικά». Ο μαθητής του Πλάτωνα και διδάσκαλος του Μεγάλου Αλεξάνδρου διηγείται μια ιστορία για τον Θαλή τον Μιλήσιο και για τον τρόπο που αυτός δημιούργησε το πρώτο παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν. Έτσι λοιπόν, περίπου το 580 π.Χ., λέγεται πως ο φιλόσοφος είχε ιδιαίτερη ικανότητα πρόβλεψης και ως εκ τούτου προέβλεψε πως η παραγωγή ελιάς θα ήταν ιδιαίτερα καλή το επόμενο φθινόπωρο. Πεισισμένος για τη πρόβλεψη του, έκανε συμφωνίες με τους ιδιοκτήτες των ελαιοτριβείων της περιοχής και τους κατέβαλε τα λίγα χρήματα ώστε να του παραχωρήσουν τα αποκλειστικά δικαιώματα των ελαιοτριβείων τους όταν η σοδειά των ελαιόδεντρων θα ήταν έτοιμη για συγκομιδή. Ο Θαλής διαπραγματεύτηκε και πέτυχε χαμηλές τιμές επειδή η σοδειά ήταν ένα μελλοντικό γεγονός και κανένας δεν γνώριζε αν θα ήταν άφθονη ή μίζερη και επειδή οι ιδιοκτήτες των ελαιοτριβείων ήταν διατεθειμένοι να εξασφαλίστούν στη περίπτωση που η απόδοση της σοδειάς αποδεικνυόταν χαμηλή<sup>30</sup>. Με λίγα λόγια, επωφελήθηκε ιδιαίτερα μιας εξωπραγματικής σοδειάς και αγόρασε ένα «παράγωγο» προϊόν πάνω στην παραγωγή λαδιού.

Οι πρώτες διαπραγματεύσεις δικαιωμάτων άρχισαν να πραγματοποιούνται γύρω στο 1636 από Ολλανδούς καλλιεργητές τουλίπας, οι οποίοι αποσκοπώντας να αγοράσουν και να πωλήσουν συγκεκριμένους τύπους τουλίπας σε μελλοντική ημερομηνία κλείνανε συμφωνίες με προκαταβολές. Στόχος όλων αυτών ήταν η προσπάθεια τους να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο (hedge) σε περίπτωση που η συγκομιδή τους ήταν φτωχή ή καταστρεπτική. Συνεπώς, οι παραγωγοί από την πλευρά τους αγόραζαν δικαιώματα πώλησης (put options) ενώ, οι δε αγοραστές τουλίπων αγόραζαν δικαιώματα αγοράς (call options). Βέβαια, η αλαζονεία της αγοράς των βολβών τουλίπας εκτίναξε σε σύντομο χρονικό διάστημα τις τιμές τους στα ύψη, με αποτέλεσμα όταν τελικά έσκασε όλη η «φούσκα» των τιμών να συμπαρασύρει μαζί της στην κατρακύλα ολόκληρη την Ολλανδική οικονομία.

Το 1848 ήταν η χρονιά δημιουργίας του Chicago Board of Trade (CBOT) εξαιτίας της καίριας θέσης της πόλης του Σικάγο στη λίμνη Μίσιγκαν και του γεγονότος πως αναπτυσσόταν ως σημαντικό κέντρο για την αποθήκευση, την πώληση, και τη διανομή του σιταριού των Κέντρο-δυτικών πολιτειών<sup>3</sup>. Επίσημως πλέον καθιερώνονται οι γενικοί κανόνες που διέπουν τις συναλλαγές συμβολαίων

μελλοντικής εκπλήρωσης στο πρώτο οργανωμένο χρηματιστήριο παραγώγων (CBOT).

Φυσικά, μετά το ιστορικό κραχ του 1929 που κλόνισε τα θεμέλια της αμερικανικής οικονομίας το κογκρέσο των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής διέταξε τη δημιουργία ενός σώματος που να επιβλέπει τη διαφάνεια των συναλλαγών στην αγορά. Απόρροια αυτού ήταν η δημιουργία του SEC (Securities Exchange Commission) γνωστή και ως Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις ΗΠΑ. Η αδυναμία διαχωρισμού των «καλών» από τα «κακά» παράγωγα δημιουργούσε προβληματισμούς στο κογκρέσο καθώς έβλεπε πως πολλά συμβόλαια έληγαν χωρίς να εξασκηθούν με αποτέλεσμα πολλοί επενδυτές να χάνουν σημαντικά κεφάλαια.

Το 1973 δημιουργήθηκε το Chicago Board Options Exchange (CBOE) αλλά και ο διασημότερος τύπος στο finance, του προτύπου τιμολόγησης παραγώγων του Black Fischer και Myron Scholes, πρότυπο που έθεσε τις μαθηματικές βάσεις για την περαιτέρω εκρηκτική επανάσταση στη χρήση των παραγώγων<sup>3</sup>. Να σημειωθεί ότι οι συναλλαγές στα παράγωγα λαμβάνανε μέρος μόνον over the counter γεγονός που δημιουργούσε προβλήματα αφού η ημερομηνία λήξης των συμβολαίων δεν ήταν σταθερή αλλά δημιουργούνταν την ημέρα της συναλλαγής. Είναι προφανές ότι η έλλειψη δευτερογενούς αγοράς (secondary market) δημιούργησε την ανάγκη οργανωμένου χρηματιστηρίου παραγώγων.

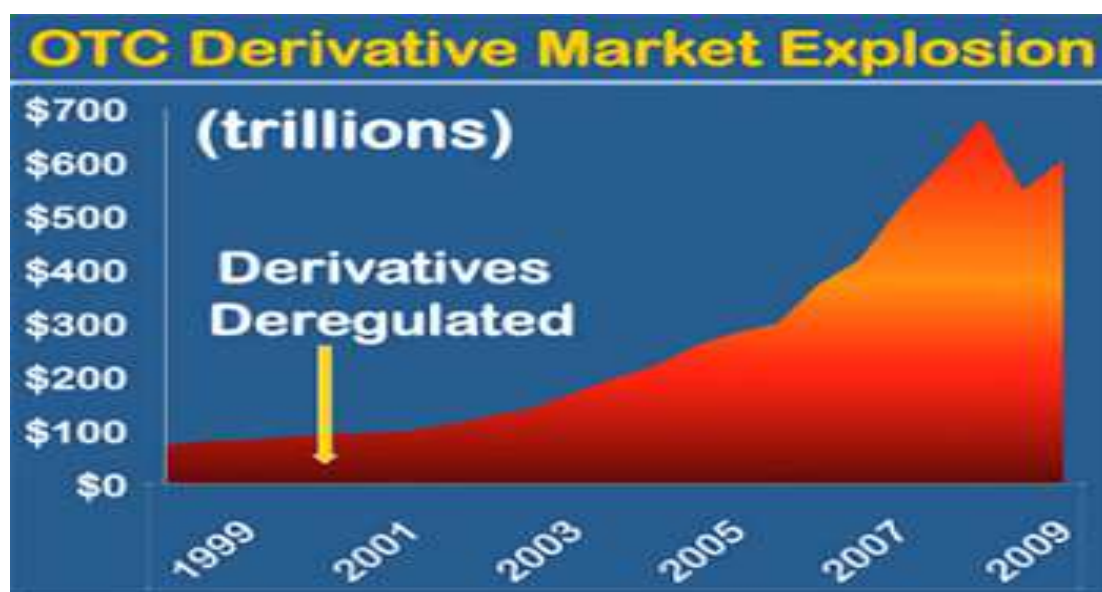
Έκτοτε ακολούθησαν με τη σειρά τους τα εξής χρηματιστήρια: το Philadelphia Stock Exchange, το New York Stock Exchange, το American Stock Exchange, το Pacific Stock Exchange, του Montreal, του Sydney και του Toronto. Αποτέλεσμα αυτού ήταν να δημιουργηθούν παγκοσμίως πάνω από 75 χρηματιστήρια συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης.

Πηγαίνοντας τώρα στην ελληνική πραγματικότητα, τα παράγωγα έρχονται στο προσκήνιο με την δημιουργία του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών και τον Νόμο 2533/97 μετά το 1997. Το πρώτο παράγωγο που δημιουργήθηκε ήταν το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (Futures) στον FTSE/20 που άρχισε να διαπραγματεύεται στις 27 Αυγούστου 1999. Στις 14 Ιανουαρίου του 2000 έκανε την πρεμιέρα του το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δεκαετές ομόλογο. Μετά την επιτυχία και των δύο ακολούθησε και το Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης στο δείκτη FTSE/40 στις 28 Ιανουαρίου του 2000.

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

Στις 31 Αυγούστου 2002, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών συγχωνεύτηκαν με τη νέα επωνυμία ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε. με σκοπό την υποστήριξη και παρακολούθηση συναλλαγών επί κινητών αξιών και παραγώγων προϊόντων, λοιπών χρηματιστηριακών προϊόντων, τη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς

και τη προστασία του επενδυτικού κοινού καθώς και κάθε άλλη συναφή δραστηριότητα.<sup>23</sup>



Σχήμα 1. Η έκρηξη της αγοράς των παραγώγων

Πηγή: <http://z3news.com/w/derivative-panic-coming-global-markets/> (September 10 2013)

Η παρούσα διπλωματική εργασία είναι κατανοητή σε οχτώ κεφάλαια, καθένα από τα οποία στόχο έχει την βαθύτερη κατανόηση του θέματος και την εγκυρότερη καθοδήγηση του αναγνώστη στο επιστημονικό πεδίο των παραγώγων.

Στο πρώτο κεφάλαιο, όπως και παρουσιάστηκε, δόθηκε μια ιστορική αναδρομή στην εξέλιξη των χρηματοοικονομικών παραγώγων. Στη συνέχεια του δευτέρου κεφαλαίου παρατίθενται οι βιβλιογραφικές αναφορές επί του θέματος, για να ακολουθήσουν στο τρίτο κεφάλαιο τα είδη των κινδύνων της αγοράς και ο τρόπος διαχείρισής τους.

Το τέταρτο κεφάλαιο αναφέρεται στον ορισμό των παραγώγων σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, στα χαρακτηριστικά τους, τους χρήστες τους και την κατηγοριοποίηση αυτών. Έπειτα, στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται εκτενής αναφορά στα είδη των παραγώγων προϊόντων, για να εισέλθουμε στο έκτο όπου επιχειρείται η προσέγγιση της έννοιας της αντιστάθμισης.

Κλείνοντας, το έβδομο κεφάλαιο αναλύει σε βάθος το λογιστικό πλαίσιο που απαιτείται για την ορθή αντιμετώπιση των παραγώγων, όπως ορίζεται από το Δ.Λ.Π. 39, ενώ στο όγδοο και τελευταίο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα και οι περαιτέρω προτάσεις μελέτης για το θέμα. Εν κατακλείδι τίθεται το παράρτημα με την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία που προβλέπεται κατά την προσέγγιση αυτών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### 2.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Ιδέες, γνώμες, απόψεις και μελέτες έχουν διατυπωθεί κατά καιρούς για τον πολυσυζητημένο κόσμο των παραγών μιας και κέντρισαν το παγκόσμιο ενδιαφέρον των αγορών και των ακαδημαϊκών. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποτελούν όχι μόνο τη βάση της αντιστάθμισης των χρηματοοικονομικών κινδύνων, αλλά και ένα χρήσιμο επενδυτικό εργαλείο στα χέρια των κατόχων τους. Στη συνέχεια παρατίθενται τα συμπεράσματα μελετών που έχουν διενεργηθεί, αποσκοπώντας στην περαιτέρω εμβάθυνση και κατανόηση της πολυπλοκότητας του θέματος των παραγών.

Σύμφωνα με τους Geczy, Minton και Schrand σε άρθρο τους που δημοσιεύτηκε το 1997 γίνεται μια πρώτη προσέγγιση ώστε να εξετασθεί η χρήση των συναλλαγματικών παραγών, προκειμένου να διαφοροποιηθούν μεταξύ τους οι υπάρχουσες θεωρίες της αντισταθμιστικής συμπεριφοράς. Οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερες ευκαιρίες ανάπτυξης και αυστηρότερους οικονομικούς περιορισμούς είναι πιο πιθανό να χρησιμοποιούν παράγωγα σε συνάλλαγμα. Το αποτέλεσμα αυτό υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις μπορεί να χρησιμοποιούν παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα για τη μείωση της διακύμανσης των ταμειακών ροών που μπορεί να αποκλείει διαφορετικά τις επιχειρήσεις να επενδύουν σε πολύτιμες ευκαιρίες ανάπτυξης. Οι επιχειρήσεις με εκτεταμένη έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο των συναλλαγματικών ισοτιμιών και με οικονομίες κλίμακας σε δραστηριότητες αντιστάθμισης κινδύνου είναι επίσης πιο πιθανό να χρησιμοποιούν παράγωγα σε συνάλλαγμα. Τέλος, η πηγή του συναλλαγματικού κινδύνου των ισοτιμιών είναι ένας σημαντικός παράγοντας για την επιλογή μεταξύ των τύπων των παραγών συναλλάγματος.<sup>10</sup>

Το 1998 οι Gay και Nam κάνουν λόγο σε σχετικό τους άρθρο για το πρόβλημα των ανεπαρκών επενδύσεων ως καθοριστικού παράγοντα της εταιρικής πολιτικής αντιστάθμισης. Παραθέτουν στοιχεία για μια θετική σχέση μεταξύ των παραγών που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση και των ευκαιριών ανάπτυξης, όπως προσεγγίζεται από πολλά εναλλακτικά μέτρα. Για τις επιχειρήσεις με αυξημένες επενδυτικές ευκαιρίες, η χρήση των παραγών είναι μεγαλύτερη όταν έχουν επίσης σχετικά χαμηλά αποθέματα μετρητών. Οι επιχειρήσεις των οποίων οι επενδυτικές δαπάνες συσχετίζονται θετικά με τις εσωτερικές ταμειακές ροές τείνουν να έχουν μικρότερες θέσεις παραγών, γεγονός που υποδεικνύει πιθανά φυσικά αντισταθμιστικά μέσα. Τα ευρήματά τους υποστηρίζουν την άποψη ότι η χρήση των παραγών στις επιχειρήσεις μπορεί εν μέρει να καθοδηγείται από την ανάγκη να αποφευχθούν πιθανά προβλήματα ανεπαρκών επενδύσεων.<sup>11</sup>

Σε ανάλυσή τους οι Hentschel και Smith αναφέρουν πως η συζήτηση σχετικά με τους κινδύνους και τις ρυθμίσεις στις αγορές των παραγών έχει αποτύχει να

παράσχει μια σαφή ανάλυση του τι είναι οι κίνδυνοι και αν η ρύθμιση τους όντως είναι ένα χρήσιμο εργαλείο για τον έλεγχο τους. Η συζήτηση προκαλεί ιδιαίτερη σύγχυση στον τομέα που έχει ονομαστεί ως «συστηματικός» κίνδυνος. Η εργασία τους αναλύει τους κινδύνους που συνδέονται κατεξοχήν με τις συναλλαγές παραγωγών. Υποστηρίζουν ότι ο συστηματικός κίνδυνος είναι απλά και μόνο η συνάθροιση των επιμέρους αθετημένων κινδύνων. Και επειδή ο κίνδυνος αθέτησης έχει μεγαλοποιηθεί, έτσι καταλήγει να υπάρχει ο συστηματικός κίνδυνος. Επιπλέον, η συζήτηση γύρω από αυτό φαίνεται να έχει αγνοήσει τον πιο εξέχον και ολοφάνερο κίνδυνο στην πρόσφατη πανωλεθρία των παραγωγών: αυτό που λέμε «πρακτορικό κίνδυνο». Τέλος, μετά την ανάλυση των κινδύνων στις αγορές παραγωγών προϊόντων, ερευνούν τον κατάλληλο ρόλο των ρυθμίσεων για τον έλεγχο τους.<sup>12</sup>

Μέσα στην αναζήτηση του αν θα πρέπει να φοβόμαστε ή όχι τα παράγωγα ο Stulz εξετάζει το βαθμό στον οποίο τα παράγωγα αποτελούν απειλές για τις επιχειρήσεις και την οικονομία. Μετά την εξέταση των αγορών παραγωγών και λαμβάνοντας υπόψη τα διάφορα μέτρα που απαντώνται στο μέγεθος των αγορών αυτών, η ανάλυση του δείχνει ποιος χρησιμοποιεί παράγωγα και γιατί. Αξιολογούνται επιπλέον οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυσκολίες στην αποτίμηση των παραγωγών στα χαρτοφυλάκια τους. Αν και οι ακαδημαϊκοί δίνουν μεγάλη προσοχή σε no-arbitrage αποτελέσματα τιμολόγησης, επισημαίνεται ότι μπορεί να υπάρξει σε σημαντικό βαθμό υποκειμενικότητα στην τιμολόγηση των παραγωγών που δεν έχουν υψηλή ρευστότητα στις αγορές. Έχει αποδειχθεί ότι οι γνωστοί κίνδυνοι των παραγωγών στα χαρτοφυλάκια μπορούν γενικά να μετρηθούν και να διαχειρίζονται ικανοποιητικά στο επίπεδο της επιχείρησης. Ωστόσο, τα παράγωγα μπορούν να δημιουργήσουν συστηματικούς κινδύνους, όταν ένας συμμετέχων στην αγορά γίνεται σε υπερβολικά μεγάλο βαθμό ανοιχτός με τις συγκεκριμένες αγορές παραγωγών. Συνολικά όμως καταλήγει πως τα οφέλη των παραγωγών υπερτερούν των πιθανών απειλών.<sup>13</sup>

Έπειτα από μία άλλη προσέγγιση του Adam σχετικά με το αν οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα παράγωγα για να μειώσουν την εξάρτησή τους από τις εξωτερικές αγορές κεφαλαίου γίνεται κατανοητό ότι η χρήση τους πιθανόν να επηρεάσει τις στρατηγικές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι υπάρχει μια ισχυρά θετική σχέση μεταξύ των ελάχιστων εσόδων τα οποία προέρχονται από την αντιστάθμιση και τις επενδυτικές δαπάνες. Το αποτέλεσμα αυτό σημαίνει ότι η αντιστάθμιση αυξάνει την πιθανότητα ότι οι επενδύσεις μπορούν να χρηματοδοτηθούν εσωτερικά. Λέγεται επίσης ότι οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους με εξωτερικούς παράγοντες παρά με εσωτερικούς. Εάν το εξωτερικό κεφάλαιο είναι πιο δαπανηρό από ότι το εσωτερικό κεφάλαιο θα ήταν σαφώς προς το συμφέρον της επιχείρησης να μειώσει την εξάρτησή της από τα εξωτερικά κεφάλαια.<sup>14</sup>

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με τους Hentschel και Kothari με άρθρο τους που δημοσιεύουν το 2001 αναφέρουν πως η δημόσια συζήτηση για την εταιρική χρήση παραγωγών εστιάζεται στο αν οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν παράγωγα για να μειώσουν ή να αυξήσουν τον κίνδυνο της επιχείρησης. Αντίθετα, οι εμπειρικές ακαδημαϊκές μελέτες της εταιρικής χρήσης παραγωγών θεωρούν δεδομένο ότι οι

επιχειρήσεις κάνουν αντιστάθμιση των κινδύνων χρησιμοποιώντας παράγωγα. Παίρνοντας στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις των 425 μεγαλύτερων εταιρειών των ΗΠΑ, ερευνούν κατά πόσον οι επιχειρήσεις μειώνουν ή αυξάνουν συστηματικά την επικινδυνότητά τους, με τα παράγωγα. Πιστεύουν ότι πολλές επιχειρήσεις διαχειρίζεται τα ανοίγματά τους με μεγάλες θέσεις παραγώγων. Παρόλα αυτά, σε σύγκριση με τις επιχειρήσεις που δεν χρησιμοποιούν παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν παράγωγα εμφανίζουν λίγες, εάν υπάρχουν, μετρήσιμες διαφορές σε επίπεδο κινδύνου που σχετίζονται με τη χρήση των παραγώγων.<sup>15</sup>

Το 2008 οι Broadie και Jain επισημαίνουν πως η μεταβλητότητα είναι η βασική μεταβλητή σε μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης και γενικότερα στη διαχείριση του κινδύνου. Όπως ήταν αναμενόμενο, αυτό έχει οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι η αστάθεια είναι ένας σημαντικός παράγοντας κινδύνου. Η διαπίστωση αυτή, με τη σειρά της, έχει δώσει αφορμή για την ύπαρξη παραγώγων που συνδέονται με την αβεβαιότητα, όπως οι συμφωνίες ανταλλαγής διακύμανσης, οι ανταλλαγές μεταβλητότητας όπως επίσης options διακύμανσης και μεταβλητότητας, τα οποία είναι ειδικά σχεδιασμένα για να βοηθήσουν στη διαχείριση αυτού του κινδύνου. Για την τιμολόγηση αυτών των συμβάσεων, απαιτείται ένα μοντέλο για τη διαδικασία της μεταβλητότητας. Στο άρθρο αναπτύσσεται μια πλήρης τιμολόγηση καθώς και τα μοντέλα διαχείρισης κινδύνου για αυτά τα εργαλεία στο πλαίσιο του μοντέλου Heston square root stochastic volatility model, συμπεριλαμβανομένων των εκφράσεων για τα ελληνικά γράμματα και επιπλέον μερικών νέων για τις παραμέτρους της μεταβλητότητας.<sup>16</sup>

Οι Bliss και Kaufman επισημαίνουν το γεγονός ότι στις ΗΠΑ, όπως και στις περισσότερες χώρες με καλά ανεπτυγμένες αγορές κινητών αξιών, οι τίτλοι των παραγώγων απολαμβάνουν μιας ειδικής προστασίας βάσει νομοθεσίας περί ανάλυσης της χρεοκοπίας. Οι περισσότεροι πιστωτές "μένουν" επιβάλλοντας την άσκηση των δικαιωμάτων τους, ακόμα και όταν μία επιχείρηση είναι σε πτώχευση. Ωστόσο, πολλές συμβάσεις παραγώγων εξαιρούνται από αυτές τις καταστάσεις. Επιπλέον, τα παράγωγα απολαμβάνουν την μη έκπτωση της αξίας τους ή την λήξη τους, δηλαδή προνόμια τα οποία δεν είναι πάντα διαθέσιμα για τους περισσότερους πιστωτές. Το κύριο επιχείρημα που χρησιμοποιείται για να παρακινήσει το πέρασμα της νομοθεσίας ώστε να χορηγηθεί αυτή η εκπληκτική προστασία τους είναι ότι οι αγορές παραγώγων είναι μια σημαντική πηγή συστηματικού κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές και ότι η μη έκπτωσή τους μειώνει τον κίνδυνο αυτό. Μέχρι σήμερα, οι ισχυρισμοί αυτοί δεν έχουν υποβληθεί σε αυστηρή οικονομική εξέταση. Ουσιαστικά λοιπόν, οι συγγραφείς επανεξετάζουν κριτικά την υπόθεση αυτή καθώς αυτές οι σχέσεις είναι πιο περίπλοκες από ότι αντιληπτές.<sup>17</sup>

Εξειδικεύοντας το θέμα οι Black και Scholes αναφέρουν ότι αν τα options είναι σωστά τιμολογημένα στην αγορά, δεν θα πρέπει να είναι δυνατόν να δημιουργούνται κέρδη από την δημιουργία χαρτοφυλακίων long και short θέσεων στα options και στις υποκείμενες μετοχές τους. Χρησιμοποιώντας αυτή την αρχή, προκύπτει ένας θεωρητικός τύπος αποτίμησης των options. Δεδομένου ότι σχεδόν όλες οι εταιρικές υποχρεώσεις μπορούν να θεωρηθούν ως συνδυασμοί των options, η



φόρμουλα και η ανάλυση που οδήγησαν σε αυτό ισχύουν για τις εταιρικές υποχρεώσεις, όπως οι κοινές μετοχές, τα εταιρικά ομόλογα και οι τίτλοι. Ειδικότερα, η φόρμουλα αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αντλήσει την έκπτωση που θα πρέπει να εφαρμοστεί σε ένα εταιρικό ομόλογο, λόγω της δυνατότητας αθέτησης του.<sup>18</sup>

Τέλος, ο Guay μελετώντας την επίδραση των παραγώγων στους κινδύνους που αναλαμβάνει μια επιχείρηση κάνει λόγο πως η καταλληλότητα των χρηματοοικονομικών κανόνων που υποβάλλονται στα παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα εξαρτώνται από τους λόγους που οι εκάστοτε επιχειρήσεις κάνουν χρήση των μέσων αυτών. Εμπειρικά, λίγα είναι τεκμηριωμένα σχετικά με το πώς τα μέσα επηρεάζουν τις επιχειρήσεις στην έκθεση των κινδύνων. Η μελέτη του λοιπόν εξετάζει τον ρόλο των παραγώγων κατά την έναρξη της χρήσης τους από τις επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα βέβαια είναι συμβατά με τις επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τα παράγωγα για την αντιστάθμιση των κινδύνων, και όχι να αυξήσουν, τον επιχειρησιακό κίνδυνο. Ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις (μετρούμενος με διάφορους τρόπους) μειώνεται μετά τη χρήση των παραγώγων. Κατανοώντας την μείωση του κινδύνου και τις αποφάσεις για την χρήση των παραγώγων, τα προγράμματα αυτών ποικίλλουν μεταξύ των επιχειρήσεων με τα αναμενόμενα οφέλη που αποκομίζουν από την αντιστάθμιση. Τα ευρήματα της έρευνας υπογραμμίζουν τη σημασία των λογιστικών κανόνων της αντιστάθμισης που ενσωματώνουν την επίδραση των παραγώγων και των αντισταθμιζόμενων στοιχείων ταυτόχρονα.<sup>19</sup>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### 3.1 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Ανατρέχοντας στους λόγους δημιουργίας των παραγώγων ανακαλύπτουμε πως η κυριότερη αιτία ύπαρξής τους είναι η αντιμετώπιση των δυνητικών κινδύνων. Σύμφωνα με τον Κόντο (2010) τα παράγωγα επινοήθηκαν σαν ομπρέλες προστασίας σ' ένα οικονομικό περιβάλλον γεμάτο κινδύνους και αβεβαιότητα, που εμφανίστηκε από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 και συνεχίζει ολοένα και περισσότερο ευμετάβλητο και ρευστό στις μέρες μας.

Ως κίνδυνος μπορεί να οριστεί η πιθανότητα το πραγματικό αποτέλεσμα από μία επένδυση να διαφέρει από το αναμενόμενο. Είναι γνωστό πως όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά των δυνητικών αποτελεσμάτων μιας επένδυσης γύρω από το αναμενόμενο, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που αυτή περιέχει και κατ' επέκταση αναλαμβάνουν οι επενδυτές της. Ακριβολογώντας, ως κίνδυνο θεωρούμε την μεταβλητότητα (variability) των δυνητικών αποτελεσμάτων γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους ή τον αριθμητικό τους μέσο<sup>1</sup>.

Ανάμεσα στις κυριότερες αιτίες δημιουργίας των κινδύνων σαφώς είναι το έντονο ανταγωνιστικό περιβάλλον που επικρατεί στην παγκόσμια αγορά, οι συνεχείς μεταβολές του τεχνολογικού, οικονομικού και πολιτικού συστήματος, οι συγκρούσεις και οι ανακατατάξεις σε τοπικό και παγκόσμιο επίπεδο καθώς και απόρροια άλλων ασταθών παραγόντων, δύσκολα προβλέψιμων και καταγεγραμμένων από την ανθρωπινή εμπειρία.

#### 3.1.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΑΓΟΡΑΣ (market risk)

Ο κίνδυνος της αγοράς είναι ο κίνδυνος που προέρχεται από τη μεταβολή των τιμών ενός προϊόντος σε μια διεθνή ή σε μια τοπική αγορά. Αποτελεί μια από τις πιο συχνές μορφές επενδυτικού κινδύνου.<sup>27</sup> Οι εναλλαγές της χρηματιστηριακής αγοράς, για παράδειγμα, από ανοδική σε πτωτική και αντιστρόφως επηρεάζουν όλες τις επενδύσεις, και ειδικότερα τις μετοχές καθώς αποτελούν τις επενδύσεις εκείνες που είναι περισσότερο εκτεθειμένες στον κίνδυνο της αγοράς.<sup>1</sup>

### **3.1.2 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ (interest rate risk)**

Ο κίνδυνος επιτοκίου αφορά την μείωση της αξίας μιας επένδυσης στο μέλλον εξαιτίας μιας ενδεχόμενης ανόδου των επιτοκίων. Όταν τα επιτόκια ανεβαίνουν οι επενδύσεις γίνονται λιγότερα ελκυστικές καθώς αυξάνεται το εναλλακτικό κόστος επένδυσης.<sup>27</sup> Υποθέτοντας ότι όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά, μια μεταβολή στα επιτόκια θα επιφέρει μια αντίθετη μεταβολή στις τιμές των αξιογράφων. Εάν, για παράδειγμα, αυξηθούν τα επιτόκια της αγοράς, θα μειωθούν με τη σειρά τους οι αξίες των ομολογιών, των μετοχών καθώς και άλλων επενδύσεων. Το αντίστροφο συμβαίνει όταν μειώνονται τα επιτόκια. Η αντίθετη σχέση μεταξύ επιτοκίων και τιμών αξιογράφων οφείλεται στον τρόπο με τον οποίο γίνεται η αποτίμηση των αξιογράφων.<sup>1</sup>

### **3.1.3 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ Ή ΑΓΟΡΑΣΤΙΚΗΣ ΔΥΝΑΜΗΣ (inflation risk or purchasing power risk)**

Όταν ο πληθωρισμός σε μια οικονομία αυξάνει η αγοραστική δύναμη μιας οικονομικής οντότητας μειώνεται. Οι θεωρούμενες ως "ασφαλείς" επενδύσεις σε μια οικονομία, όπως οι τραπεζικές καταθέσεις και τα κρατικά ομόλογα, είναι πιο επιρρεπείς στην φθορά του κινδύνου του πληθωρισμού. Στον βαθμό που ο πληθωρισμός που θα επικρατήσει στο μέλλον είναι αβέβαιος, η πραγματική απόδοση μιας επένδυσης (δηλαδή η αποπληθωρισμένη της απόδοση) περιλαμβάνει κίνδυνο έστω και αν η ονομαστική της απόδοση είναι βέβαιη.<sup>1</sup> Αντίθετα, οι πιο "επισημασμένες" επενδύσεις, όπως οι μετοχές και τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, είναι πιθανότερο σε μεσοπρόθεσμη βάση να διατηρήσουν την πραγματική αξία τους υπερκαλύπτοντας τον πληθωρισμό.<sup>27</sup>

### **3.1.4 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ (financial risk)**

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος περιλαμβάνει τους κινδύνους που προέρχονται από την χρηματοδότηση μιας επένδυσης με ξένα κεφάλαια.<sup>27</sup> Όσο περισσότερα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιεί μια επιχείρηση, τόσο περισσότερο εκτεθειμένη βρίσκεται στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.<sup>1</sup>

### **3.1.5 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (business risk)**

Είναι η πιθανή μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας επένδυσης σε μια επιχείρηση, η οποία προέρχεται από το είδος δραστηριότητας της ίδιας της επιχείρησης.<sup>1</sup> Με άλλα λόγια ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι συνδεδεμένος με την ίδια την έννοια της επιχειρηματικότητας. Οι πηγές του επιχειρηματικού κινδύνου αφορούν τόσο ενδογενείς όσο και εξωγενείς παράγοντες που επηρεάζουν μια επιχείρηση, όπως είναι οι αλλαγές στο περιβάλλον του ανταγωνισμού ή απρόσμενες αποχωρήσεις σε διοικητικό επίπεδο.<sup>27</sup>

### **3.1.6 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (exchange rate risk or currency risk)**

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος απώλειας μέρους της αξίας μιας επένδυσης εξαιτίας της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας που υπόκειται η επένδυση. Για παράδειγμα εάν κάποιος επενδυτής που βρίσκεται στην ζώνη του ευρώ αγοράσει ένα εταιρικό ομόλογο στις Η.Π.Α., αν το δολάριο υποχωρήσει 10% σε σχέση με το ευρώ, αυτομάτως η αξία του εταιρικού ομολόγου θα απολέσει το 10% της αξίας της. Συνεπώς, οι αποδόσεις που θα έχει από τους τίτλους των ομολόγων θα εξαρτηθούν από τη μεταβολή της ισοτιμίας δολαρίου – ευρώ.<sup>27</sup>

### **3.1.7 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ (liquidity risk)**

Είναι ο κίνδυνος που προέρχεται από τη δευτερογενή αγορά στην οποία αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης ένα αξιόγραφο. Όταν ένας επενδυτής αγοράζει ένα αξιόγραφο, αναμένει να είναι σε θέση να μετατρέψει το αξιόγραφο αυτό σε μετρητά, όταν το χρειαστεί. Η ρευστότητα είναι γνωστή ως η ικανότητα μιας επένδυσης να μετατραπεί σε μετρητά σε σύντομο χρονικό διάστημα δίχως να υποχρεωθεί ο επενδυτής να παραχωρήσει σημαντικές εκπτώσεις ή προμήθειες.<sup>1</sup> Συνεπώς μια κερδοφόρα επένδυση δεν πρέπει να είναι μόνο ασφαλής και κερδοφόρα, αλλά και να είναι εύκολα ρευστοποιήσιμη.

### **3.1.8 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (credit risk or default risk)**

Ο πιστωτικός κίνδυνος περιλαμβάνεται σε όλες τις συναλλαγές που εμπεριέχουν μελλοντικές πληρωμές και αφορά το ενδεχόμενο αθέτησης μιας προσυμφωνημένης

συμφωνίας ή συναλλαγής. Η αθέτηση μιας συμφωνίας υπό την άρνηση πληρωμής επηρεάζει δυσμενώς τις ταμειακές ροές μιας επένδυσης (cash - flows) αλλά και συνήθως υποχρεώνει την μερική διαγραφή στοιχείων του ενεργητικού (assets) και συνεπώς την μείωση της λογιστικής αξίας μιας επένδυσης (book value).<sup>27</sup>

Ο πιστωτικός κίνδυνος μπορεί να καλυφθεί, δηλαδή υπάρχει η δυνατότητα να τον μεταφέρουμε σε κάποιον άλλον, μέσω των λεγόμενων πιστωτικών παραγώγων (credit derivatives), καταβάλλοντας ένα ασφάλιστρο σ' αυτόν που επωμίζεται τον κίνδυνο.<sup>3</sup>

### **3.1.9 ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (systematic risk or market risk and unsystematic risk)**

Τέλος, συστηματικός επενδυτικός κίνδυνος ονομάζεται ο επενδυτικός κίνδυνος απρόσμενων εξελίξεων στο μακροοικονομικό περιβάλλον μιας επένδυσης που είναι δύσκολο να προβλεφθούν και συνεπώς να διαχειριστούν από έναν επενδυτή. Ως παράδειγμα αναφέρεται μια απρόσμενη νομοθετική ρύθμιση με περιεχόμενο που επηρεάζει σοβαρά την λειτουργία μιας επένδυσης ή σε πιο υπερβολικό βαθμό το ενδεχόμενο μιας πολεμικής σύρραξης.

Από την άλλη πλευρά, μη συστηματικός κίνδυνος ονομάζεται ο επενδυτικός κίνδυνος που δύναται να μετρηθεί και να διαχειριστεί μέσα από την εφαρμογή μιας σειράς τεχνικών διαχείρισης του κινδύνου (risk management) και μέσα από την χρήση μιας σειράς χρηματοοικονομικών επενδυτικών εργαλείων όπως μέσα από την αγορά παραγώγων προϊόντων.<sup>27</sup>

Στην σύγχρονη ανάλυση επενδύσεων ισχύει η σχέση:

Συνολικός κίνδυνος = Συστηματικός κίνδυνος + Μη συστηματικός κίνδυνος

Να σημειωθεί ότι ο συστηματικός κίνδυνος που είναι ο κίνδυνος της επένδυσης και ο οποίος συνδέεται με τις κινήσεις της συνολικής αγοράς δεν είναι δυνατόν να εξαλειφθεί με τη διαφοροποίηση (diversification) του χαρτοφυλακίου. Φυσικά, μιλώντας για διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου κάνουμε λόγο για την ανάληψη διαφόρων επενδύσεων με σκοπό την ελαχιστοποίηση του κινδύνου. Ο κίνδυνος αυτός οφείλεται σε ανεξάρτητες δυνάμεις από κάθε ξεχωριστή επένδυση που περιέχεται στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή. Συστηματικό κίνδυνο έχουν όλα τα αξιόγραφα, είτε είναι μετοχές είτε είναι ομολογίες, καθώς ο κίνδυνος αυτός συμπεριλαμβάνει τον επιτοκιακό κίνδυνο, τον κίνδυνο της αγοράς και τον κίνδυνο του πληθωρισμού. Αντιθέτως, ο μη συστηματικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος ο οποίος οφείλεται σε λόγους ιδιαίτερους για κάθε επιχείρηση και, συνεπώς, μπορεί να εξαλειφθεί με την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου. Ο κίνδυνος αυτός συνδέεται κυρίως με τις μετοχές και συμπεριλαμβάνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο, τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο και τον κίνδυνο ρευστότητας.<sup>1</sup>

### 3.2 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Η διαχείριση των κινδύνων ορίζεται ως η προσπάθεια μείωσης του κινδύνου που προκύπτει από τις δραστηριότητες της επιχείρησης και των ιδιωτών μέσω ενός συνόλου δράσεων που αναλαμβάνονται από την εκάστοτε πλευρά.<sup>20</sup> Συνεπώς, δεν μιλάμε για κάτι καινούργιο αλλά για μια διαδικασία πρωταρχικής σημασίας για τις επιχειρήσεις που προσεγγίζουν μεθοδικά τους κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητες τους και πράττουν τις ανάλογες ενέργειες για την αποφυγή και εξάλειψη αυτών.

Με την υπάρχουσα τεχνογνωσία και τα εργαλεία που προσφέρονται στα χέρια των διαχειριστών των χαρτοφυλακίων είναι δυνατόν να επιτευχθεί η διαφοροποίηση αυτών κατά των επιθυμητό τρόπο. Έτσι, επιτυγχάνεται μεγαλύτερος βαθμός διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου εάν μέρος αυτού τοποθετηθεί σε άλλες κεφαλαιαγορές αποσκοπώντας την διεθνή διαφοροποίηση με ανάλογα οφέλη φυσικά μικρότερου κινδύνου και χωρίς να θυσιάζεται το επίπεδο προσδοκώμενης απόδοσης. Παράλληλα, τα χαρτοφυλάκια μπορούν να διαφοροποιηθούν δίνοντας έμφαση τη μεγάλη, μεσαία ή μικρή κεφαλαιοποίηση, τις εταιρίες με υψηλή ή χαμηλά μερισματική απόδοση, τις αναπτυγμένες ή αναπτυσσόμενες χώρες.<sup>4</sup>

Με την παρουσία των παραγώγων δόθηκε στους διαχειριστές ένα δυναμικό εργαλείο να αυξομειώσουν τον συστηματικό κίνδυνο, μιας και η πλήρης εξουδετέρωση του είναι αδύνατη, με μικρό κόστος και εύκολο τρόπο. Παράδειγμα αποτελεί η χρήση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) που επιτρέπουν την πλήρη εξάλειψη του κινδύνου του χαρτοφυλακίου ενώ η χρήση των δικαιωμάτων επιτρέπει, κατά κανόνα, τη μερική εξουδετέρωση του αυτού. Φυσικά, πρέπει να γίνει κατανοητό ότι η χρήση των μέσων αυτών δεν γίνεται για να εξουδετερωθούν όλοι οι υπάρχοντες κίνδυνοι αλλά αντίθετα για να τεθούν κατά κάποιο τρόπο υπό διαχείριση αποφέροντας μέγιστες αποδόσεις στο χαρτοφυλάκιο και στο επιθυμητό επίπεδο του κινδύνου.<sup>4</sup>

Ένας επιπρόσθετος τρόπος διαχείρισης του κινδύνου μέσω παραγώγων είναι η μεταφορά αυτού σε κάποιον που είναι διατεθειμένος να τον αναλάβει, είτε έναντι κάποιας αμοιβής είτε στα πλαίσια των επενδυτικών του επιλογών. Έτσι, δίνεται η δυνατότητα στους κατέχοντες θέσεις, θετικές(long) ή αρνητικές(short), στους επενδυτές ή και σε άλλους που έστω ότι κατέχουν ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών να μπορούν να αγοράσουν ένα δικαίωμα προαίρεσης πώλησης μετοχών, για το λόγο ότι εκτιμούν ότι η τιμή των μετοχών θα μειωθεί ή ακόμη μπορούν να πουλήσουν ένα δικαίωμα μελλοντικής εκπλήρωσης σε μετοχές. Τον κίνδυνο μείωσης των τιμών των συγκεκριμένων μετοχών τον αναλαμβάνουν αντίστοιχα ο πωλητής του δικαιώματος ή ο αγοραστής του συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης που οι εκτιμήσεις τους διαφέρουν από αυτές των πρώτων. Άρα, εκτιμούν ότι οι τιμές των μετοχών θα έχουν ανοδική πορεία.<sup>5</sup>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### 4.1 ΤΑ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

#### 4.1.1 Ορισμός χρηματοοικονομικών παραγώγων (financial derivatives)

Ο ορισμός των χρηματοοικονομικών προϊόντων ως παράγωγα γίνεται έντονα αντιληπτός και από την ίδια την ανάλυση της λέξης, αφού πρόκειται για προϊόντα ή ευρύτερα μια σύναψη συμφωνίας μεταξύ ατόμων των οποίων η αξία παράγεται από άλλα πιο απλής μορφής αξιόγραφα ή εμπορεύματα. Σύμφωνα με τον Hull (2009) όταν μιλάμε για παράγωγα αναφερόμαστε στα χρηματοοικονομικά εργαλεία εκείνα που η αξία τους εξαρτάται ή παράγεται από την αξίες άλλων, περισσότερο βασικών υποκείμενων μεταβλητών. Οι μεταβλητές αυτές μπορεί να είναι άλλα χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως μετοχές, ομόλογα, η συναλλαγματική ισοτιμία, ο χρηματιστηριακός δείκτης, τα επιτόκια ή άλλα χρεόγραφα.

Πιο συγκεκριμένα, τα παράγωγα είναι συμβόλαια των οποίων η αξία προκύπτει από ένα υποκείμενο τίτλο (underlying interests) και καλύπτουν μια μελλοντική συναλλαγή (αγοραπωλησία) του τίτλου αυτού. Η αξία των παραγώγων προϊόντων υφίσταται, επειδή έχουν αξία οι υφιστάμενοι υποκείμενοι τίτλοι και η μεταβολή της αξίας τους έχει άμεση σχέση και ακολουθεί τη μεταβολή της αξίας των υποκείμενων τίτλων. Η διάρκεια των παραγώγων είναι συνήθως μικρότερη από τη διάρκεια των υποκείμενων τίτλων (Αγγελόπουλος, 2011).

Με άλλα λόγια πρόκειται για χρηματοοικονομικά εργαλεία με τα οποία μπορεί κανείς να κερδίσει (ή να χάσει βεβαίως) χρήματα προβλέποντας τις μεταβολές που θα έχουν οι τιμές διαφόρων αξιογράφων (μετοχές, ομόλογα) ή προϊόντων (βαμβάκι, καφές, πετρέλαιο). Πράγματι, τα παράγωγα μπορούν να θεωρηθούν και ως στοιχήματα για την τιμή κάποιου περιουσιακού στοιχείου. Ο όρος στοίχημα όμως δεν θα πρέπει να θεωρηθεί ως υποτιμητικός. Αυτό που έχει σημασία είναι ο τρόπος που χρησιμοποιεί κάποιος το παράγωγο προϊόν και κατά πόσο μειώνει ή όχι τον κίνδυνο.<sup>1</sup>

## 4.2 Οι ρυθμίσεις των χρηματοοικονομικών μέσων σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο (Δ.Λ.Π.) 32

Σκοπός του Προτύπου 32 είναι η θέσπιση αρχών για την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών μέσων ως υποχρεώσεις ή ίδια κεφάλαια και για τον συμψηφισμό χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων και χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων. Αφορά την κατάταξη των χρηματοοικονομικών μέσων από την προοπτική του εκδότη, ως χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις και συμμετοχικούς τίτλους και την κατάταξη των σχετικών τόκων, μερισμάτων, ζημιών και κερδών, καθώς και τις συνθήκες υπό τις οποίες τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις πρέπει να συμψηφίζονται.

Σύμφωνα με το πρότυπο δίνεται ο ορισμός του *χρηματοοικονομικού μέσου* ως η κάθε σύμβαση που δημιουργεί ταυτόχρονα ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο για μια οικονομική οντότητα και μια χρηματοοικονομική υποχρέωση ή έναν συμμετοχικό τίτλο για μια άλλη οικονομική οντότητα. Πιο συγκεκριμένο ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο είναι κάθε περιουσιακό στοιχείο που αφορά: α) ταμιακά διαθέσιμα, β) συμμετοχικό τίτλο άλλης οικονομικής οντότητας, γ) συμβατικό δικαίωμα για την παραλαβή μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου από μια άλλη οικονομική οντότητα ή για την ανταλλαγή χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή υποχρεώσεων με μια άλλη οικονομική οντότητα υπό όρους δυνητικά ευνοϊκούς για την οικονομική οντότητα και δ) σύμβαση που δύναται ή πρόκειται να διακανονιστεί με ίδιους συμμετοχικούς τίτλους της οικονομικής οντότητας και είναι: i) μη παράγωγο για το οποίο η οικονομική οντότητα υποχρεούται ή μπορεί να υποχρεούται να λάβει μεταβλητή ποσότητα ιδίων συμμετοχικών τίτλων της οικονομικής οντότητας ή ii) παράγωγο που δύναται ή πρόκειται να διακανονιστεί εκτός από την ανταλλαγή συγκεκριμένου ποσού μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου με συγκεκριμένη ποσότητα ιδίων συμμετοχικών τίτλων της οικονομικής οντότητας.

Από την άλλη πλευρά ως *χρηματοοικονομική υποχρέωση* ορίζεται κάθε υποχρέωση που αφορά: α) συμβατική δέσμευση για παράδοση μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου σε μια άλλη οικονομική οντότητα ή για την ανταλλαγή χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή υποχρεώσεων με μια άλλη οικονομική οντότητα υπό όρους δυνητικά δυσμενείς για την οικονομική οντότητα, β) σύμβαση που δύναται ή πρόκειται να διακανονιστεί με ίδιους συμμετοχικούς τίτλους της οικονομικής οντότητας και είναι: i) μη παράγωγο για το οποίο η οικονομική οντότητα υποχρεούται ή μπορεί να υποχρεούται να παραδώσει μεταβλητή ποσότητα των ιδίων συμμετοχικών τίτλων της οικονομικής οντότητας ή ii) παράγωγο που δύναται ή πρόκειται να διακανονιστεί εκτός από την ανταλλαγή συγκεκριμένου ποσού μετρητών ή άλλου χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου με συγκεκριμένη ποσότητα ιδίων συμμετοχικών τίτλων της οικονομικής οντότητας.



Επιπλέον, ορίζεται η *εύλογη αξία* ως το ποσό με το οποίο ένα περιουσιακό στοιχείο θα μπορούσε να ανταλλαγεί ή μια υποχρέωση να διακανονισθεί μεταξύ δύο μερών που ενεργούν με τη θέλησή τους και με πλήρη γνώση των συνθηκών της αγοράς, στα πλαίσια μιας συναλλαγής που διεξάγεται σε καθαρά εμπορική βάση.

Από την άλλη πλευρά το *αποσβεσμένο κόστος* ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου ή μιας χρηματοοικονομικής υποχρέωσης είναι το ποσό στο οποίο αρχικά επιμετρήθηκε το χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή η χρηματοοικονομική υποχρέωση μετά την αφαίρεση των αποπληρωμών κεφαλαίου, πλέον ή μείον τη συσσωρευμένη απόσβεση κάθε διαφοράς μεταξύ του αρχικού αυτού ποσού και του καταβλητέου στη λήξη ποσού υπολογιζόμενη με τη μέθοδο του αποτελεσματικού επιτοκίου, και μετά την αφαίρεση κάθε υποτίμησης (απευθείας ή μέσω σχετικής πρόβλεψης) για απομείωση ή μη εισπραξιμότητα. Η *μέθοδος του αποτελεσματικού επιτοκίου* είναι μια μέθοδος υπολογισμού του αποσβεσμένου κόστους ενός χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου ή μιας χρηματοοικονομικής υποχρέωσης και επιμερισμού των εσόδων ή εξόδων από τόκους κατά τη διάρκεια της σχετικής περιόδου. Το αποτελεσματικό επιτόκιο είναι εκείνο το επιτόκιο που προεξοφλεί με ακρίβεια μελλοντικές καταβολές τοις μετρητοίς ή εισπράξεις για τη διάρκεια της αναμενόμενης ζωής του χρηματοοικονομικού μέσου ή, όταν απαιτείται, για συντομότερο διάστημα, στην καθαρή λογιστική αξία του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου ή της υποχρέωσης.

Όπως επισημαίνεται τα χρηματοοικονομικά μέσα περιλαμβάνουν τόσο τα βασικά μέσα (όπως απαιτήσεις, λογαριασμούς πληρωτέους και συμμετοχικούς τίτλους) καθώς και τα παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα (όπως χρηματοοικονομικά δικαιώματα προαίρεσης, μελλοντικές και προθεσμιακές συμβάσεις και συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων και νομισμάτων). Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα δημιουργούν δικαιώματα και δεσμεύσεις που συνεπάγονται τη μεταβίβαση, μεταξύ των συμβαλλομένων μερών, ενός ή περισσότερων χρηματοοικονομικών κινδύνων που συνδέονται με ένα βασικό υποκείμενο χρηματοοικονομικό μέσο. Κατά την έναρξη της σύμβασης, τα παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα δίδουν στο ένα μέρος ένα συμβατικό δικαίωμα να ανταλλάξει χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις με ένα άλλο μέρος, κάτω από όρους που είναι πιθανώς ευνοϊκοί ή μια συμβατική δέσμευση να ανταλλάξει χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία ή υποχρεώσεις με ένα άλλο μέρος, υπό όρους που είναι πιθανώς δυσμενείς.

Βάσει του προτύπου ένα δικαίωμα προαίρεσης πώλησης ή αγοράς για ανταλλαγή χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή υποχρεώσεων δίδει στον κάτοχο το δικαίωμα να αποκτήσει πιθανά μελλοντικά οικονομικά οφέλη, που συνδέονται με μεταβολές στην εύλογη αξία του υποκείμενου χρηματοοικονομικού μέσου. Αντιθέτως, ο διαθέτης του δικαιώματος αυτού αναδέχεται μια δέσμευση να παραιτηθεί από πιθανά μελλοντικά οικονομικά οφέλη ή να υποστεί πιθανές απώλειες οικονομικών ωφελειών, που συνδέονται με μεταβολές της εύλογης αξίας του υποκείμενου χρηματοοικονομικού μέσου. Το συμβατικό δικαίωμα του κατόχου και η δέσμευση του διαθέτη, ανταποκρίνονται στον ορισμό του χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου και της χρηματοοικονομικής υποχρέωσης αντίστοιχα.<sup>26</sup>

#### **4.2.1 Η έννοια των παραγώγων μέσα από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα**

Παράγωγο είναι το χρηματοοικονομικό μέσο ή άλλο συμβόλαιο που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του Προτύπου 39 και συγκεκριμένα στις παραγράφους 2-7 και έχει και τα τρία ακόλουθα χαρακτηριστικά:

α) η αξία του μεταβάλλεται σύμφωνα με τις μεταβολές ενός καθορισμένου επιτοκίου, μιας τιμής χρηματοοικονομικού μέσου, ενός αγαθού, μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενός δείκτη τιμών ή συντελεστών, μιας πιστωτικής διαβάθμισης ή ενός πιστωτικού δείκτη ή μιας άλλης μεταβλητής, με την προϋπόθεση, στην περίπτωση μη χρηματοοικονομικής μεταβλητής, ότι η μεταβλητή δεν αναφέρεται ειδικά σε κάποιον αντισυμβαλλόμενο της σύμβασης (ορισμένες φορές αποκαλείται το «υποκείμενο»)

β) δεν προϋποθέτει αρχική καθαρή επένδυση ή απαιτεί ελάχιστη αρχική επένδυση σε σχέση με άλλους τύπους συμβάσεων που έχουν παρόμοια συμπεριφορά στις μεταβολές των συνθηκών της αγοράς και

γ) διακανονίζεται σε μια μελλοντική ημερομηνία.<sup>26</sup>

#### **4.3 Χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων**

Παρ' όλη τη μεγάλη πληθώρα του τύπου των παραγώγων που υπάρχουν στην αγορά, είναι κοινώς αποδεκτό ότι διέπονται συνολικά από μια κατηγορία κοινών χαρακτηριστικών. Αν θέλαμε να παραθέσουμε ορισμένα εξ' αυτών θα επικεντρωνόμασταν στα παρακάτω:

- Είναι εργαλεία που στοχεύουν στην μετακύλιση και διαχείριση του κινδύνου
- Διευκολύνεται η οικονομική λειτουργία και η διαδικασία του προγραμματισμού των επιχειρηματικών αποφάσεων
- Προστίθεται ρευστότητα στις αγορές, μιας και η επένδυση στους υποκείμενους τίτλους θα απαιτούσε πολλαπλάσια κεφάλαια από ότι στην επένδυση των παραγώγων
- Με τη χρήση τους δεσμεύεται ένα ελάχιστο ποσό που αντιστοιχεί μόνο στο περιθώριο (margin) ή στο ασφάλιστρο (premium), που στις περισσότερες των περιπτώσεων ανέρχονται σε ένα μικρό ποσοστό της αξίας του υποκείμενου τίτλου

- Μειώνεται αισθητά το κόστος των συναλλαγών και βελτιώνεται κατά τον μέγιστο βαθμό η αποτελεσματικότητα των αγορών καθώς και η τιμολόγηση των υποκείμενων τίτλων σε αυτές.<sup>5</sup>
- Επιτρέπουν την ιδιαίτερα υψηλή μόχλευση της απόδοσης επί του επενδυμένου κεφαλαίου με κατάλληλη επιλογή της τιμής άσκησης
- Παρέχουν την δυνατότητα δημιουργίας συνθετικών θέσεων και πολυάριθμων στρατηγικών σύμφωνα με το προφίλ κινδύνου και τις προσδοκίες του επενδυτή
- Δίνουν την ευκολία στον επενδυτή να συμμετέχει σε όλες τις τάσεις της αγοράς, ανοδικές, καθοδικές ή στατικές, απλά και γρήγορα.<sup>22</sup>

#### 4.4 Χρήσεις των χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων

Τα παράγωγα χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές για διάφορους λόγους, οι κυριότεροι των οποίων είναι οι εξής:

**A) Αντιστάθμιση κινδύνου (hedging)** με στόχο τη μείωση του κινδύνου που προέρχεται από μια θέση στην υποκείμενη αγορά. Κάτι τέτοιο επιτυγχάνεται από τη λήψη κατάλληλης θέσης σε παράγωγα προϊόντα δημιουργώντας αποτελέσματα αντίθετα από αυτά της υποκείμενης αξίας, ανεξάρτητα από την κατεύθυνση της αγοράς. Οι αντισταθμιστές κινδύνου (hedgers) χρησιμοποιούν την αγορά των παραγώγων για να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο των θέσεων τους στην κεφαλαιαγορά, όπως για παράδειγμα χαρτοφυλάκια μετοχών, έναντι πιθανής απώλειας τιμής.<sup>22</sup>

**B) Κερδοσκοπία (speculation)**, εφόσον παρέχουν έναν ιδιαίτερο τρόπο μοχλευμένης επένδυσης με την έννοια ότι το ενδεχόμενο κέρδος ή η ζημία μπορεί να είναι εξαιρετικά μεγάλα σε σχέση με το αρχικό ύψος της επένδυσης.<sup>1</sup> Οι κερδοσκόποι λαμβάνουν θέσεις στην αγορά παραγώγων, χωρίς απαραίτητα να ενδιαφέρονται για την αγορά ή πώληση του ίδιου του υποκείμενου τίτλου. Σκοπός τους είναι να προσαρμόσουν τη στρατηγική τους στις προσδοκίες τους για την αγορά. Οι κερδοσκόποι έχουν συναίσθηση του κινδύνου που αναλαμβάνουν, αφού επιδιώκουν να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες για κέρδος και έτσι δημιουργούν την αναγκαία ρευστότητα στην αγορά, που απαιτείται από αυτούς που θέλουν να κάνουν αντιστάθμιση κινδύνου ώστε να προστατευθούν.<sup>22</sup>

**Γ) Εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)** με την οποία οι εξισορροπητικοί κερδοσκόποι (arbitrageurs) επιδιώκουν να κερδίσουν από τις διαφορές στις τιμές οι οποίες έχουν τεθεί για το ίδιο αγαθό σε διαφορετικές αγορές. Οι διαφορές των τιμών στην τρέχουσα αγορά και στην προθεσμιακή αγορά πρέπει να βρίσκονται μεταξύ συγκεκριμένων ορίων, δηλαδή σε γενικές γραμμές πρέπει να ισούνται από αγορά σε αγορά. Αν τώρα οι τιμές αποκλίνουν πολύ μεταξύ τους τότε οι arbitrageurs παίρνουν θέση στην αγορά για να κερδίσουν από αυτήν την απόκλιση

των τιμών. Επιπλέον, οι συναλλαγές αυτές βοηθούν ώστε να επέλθει μια ισορροπία μεταξύ των δυο αγορών. Το καθαρό αρμπιτράζ (pure arbitrage) απαιτεί γρήγορες κινήσεις και συνεπώς μπορεί μόνο να επιτευχθεί από συναλλασσόμενους, οι οποίοι έχουν άμεση πρόσβαση στο σύστημα συναλλαγών.<sup>22</sup>

*Δ) Μείωση του κόστους συναλλαγών* μιας και θεωρούνται μέσα διεκπεραίωσης μιας χρηματοοικονομικής συναλλαγής με μικρότερο κόστος. Έστω ότι ένας επενδυτής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου σκοπεύει να πωλήσει μετοχές και να αγοράσει ομολογίες. Οι συναλλαγές αυτές συνεπάγονται την καταβολή προμηθειών στις χρηματιστηριακές εταιρείες καθώς κι την πληρωμή άλλων εξόδων συναλλαγών. Προκειμένου να αποφευχθούν τα έξοδα αυτά, ο διαχειριστής μπορεί να χρησιμοποιήσει παράγωγα με τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτύχει τις ίδιες επιπτώσεις στο κεφάλαιο που διαχειρίζεται, με αυτές που θα είχε εάν πράγματι πωλούσε μετοχές και αγόραζε ομολογίες. Η χρήση των παραγώγων συνεπώς θα έχει ως αποτέλεσμα μικρότερα έξοδα συναλλαγών.<sup>1</sup>

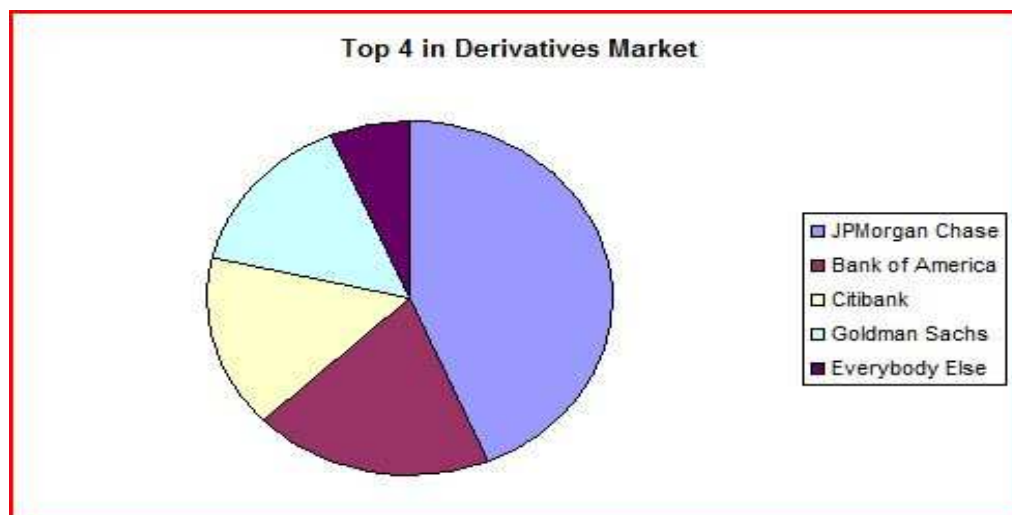
Σε γενικές γραμμές, τα παράγωγα προϊόντα είναι χρηματοοικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται από τους συναλλασσόμενους για να προστατευθούν επενδύσεις και επιχειρηματικοί κίνδυνοι για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο ή για να μετατραπούν οι προσδοκώμενες τάσεις της αγοράς σε κερδοσκοπικές βραχυχρόνιες στρατηγικές. Επιπλέον, αποτελούν εναλλακτική λύση έναντι μιας βραχυχρόνιας επένδυσης σε μετοχές, αλλά απαιτώντας μικρότερο αρχικό κεφάλαιο. Με τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα μπορεί κάποιος να επιτύχει υψηλές αποδόσεις ανεξάρτητα από την πορεία που ακολουθεί η αγορά. Καθοριστικοί παράγοντες που συντελούν στην επιτυχία είναι η ακριβής εκτίμηση της αγοράς και η διαρκής επίβλεψη της θέσης από μέρους του επενδυτή.<sup>22</sup>

Εν ολίγοις, τα κύρια πλεονεκτήματα των παραγώγων συνοψίζονται στη μόγλευση (leverage) που πολλαπλασιάζει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου, στην δυνατότητα εκμετάλλευσης όλων των τάσεων της αγοράς, στην ευελιξία που προσφέρουν μέσα από τη δημιουργία κατάλληλων στρατηγικών, στην απλοποίηση των συναλλαγών και την ποικιλία για διαφοροποίηση του συνολικού κινδύνου που επιθυμεί να αναλάβει ένας επενδυτής. Επίσης χρειάζονται μικρά κεφάλαια για συναλλαγές και το σημαντικότερο όλων είναι ότι σε περιόδους στασιμότητας της Χρηματιστηριακής Αγοράς μπορούν να αποφέρουν σημαντικά κέρδη.

## 4.5 Τελικοί χρήστες των παραγώγων

Κάνοντας λόγο για το ποιος διαχειρίζεται τα χρηματοοικονομικά αυτά εργαλεία καθώς και ποιες ομάδες δραστηριοποιούνται έντονα στην αγορά των παραγώγων θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τους εξής:

- Οι επιχειρήσεις
- Οι διαχειριστές επενδύσεων
- Οι hedgers, οι arbitrageurs και οι speculators όπως προαναφέρθηκαν
- Οι ειδικοί διαπραγματευτές (market-makers)
- Οι τράπεζες
- Οι ασφαλιστικές εταιρίες και τα ασφαλιστικά ταμεία
- Οι dealers αξιών



Σχήμα 2. Οι 4 ηγέτιδες τράπεζες στην αμερικανική αγορά που πρωταγωνιστούν στη χρήση παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων κατά το 2010.

## 4.6 Κατηγοριοποίηση των παραγώγων

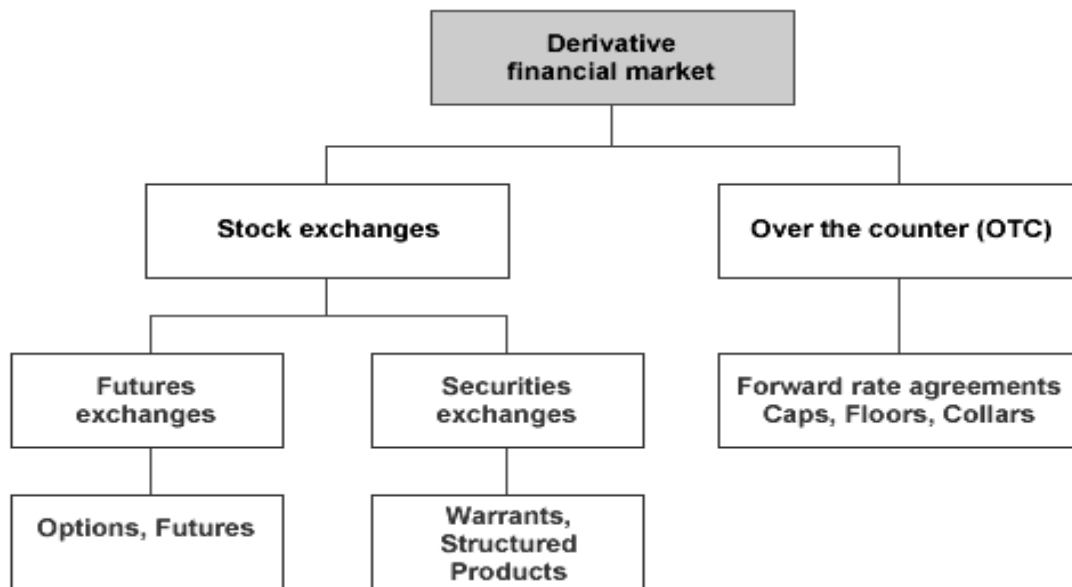
Προκειμένου να ταξινομηθούν τα παράγωγα σε κατηγορίες ανάλογα με τα κοινά χαρακτηριστικά των συμβολαίων που εμφανίζουν κάθε φορά διακρίνουμε τις εξής κατηγορίες:

- Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (forward contracts)
- Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ, futures)
- Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (options)
- Οι Συμβάσεις Ανταλλαγής (Swaps)
- Εξειδικευμένα παράγωγα όπως FRAs, Caps, Floors, Collars, Warrants

Οφείλουμε να τονίσουμε το γεγονός ότι τα παράγωγα μπορεί να διαπραγματευθούν εξωχρηματιστηριακά ή μέσα από οργανωμένη αγορά (Χρηματιστήριο). Τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα Over The Counter (OTC) Derivatives είναι διμερείς συμφωνίες οι οποίες διαπραγματεύονται ιδιωτικά και εκτελούνται εκτός οργανωμένων αγορών. Οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να καταλήξουν σε όρους που ικανοποιούν καλύτερα τις ανάγκες τους και το αμοιβαίο συμφέρον. Τα OTC παράγωγα μπορούν να εφαρμοσθούν σε μεγάλη γκάμα διαφορετικών σκοπών και να προσαρμοσθούν στις απαιτήσεις των ενδιαφερόμενων μερών. Το γεγονός αυτό περιορίζει την εμπορευσιμότητά τους κατά τη διάρκεια της ζωής τους.

Τα χρηματιστηριακά παράγωγα (Exchange Traded Derivatives) τελούν υπό διαπραγμάτευση στο πλαίσιο μιας οργανωμένης αγοράς και έχουν δύο βασικά χαρακτηριστικά: πρώτον είναι συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ ενός μέλους και της οργανωμένης αγοράς και κατά συνέπεια ο πιστωτικός κίνδυνος της συναλλαγής αναλαμβάνεται από την αγορά (*clearing house*) και δευτερευόντως κάθε προϊόν είναι τυποποιημένο, δηλαδή έχει τα ίδια χαρακτηριστικά. Αυτή η τυποποίηση καθιστά τα προϊόντα εύκολα ανταλλάξιμα, τους προσδίδει ρευστότητα και δυνατότητα συμψηφισμού και αυξάνει τη διαφάνεια της αγοράς αντίθετα με ότι ισχύει στα OTC παράγωγα.<sup>22</sup>

Να σημειωθεί το γεγονός ότι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και τα δικαιώματα προαίρεσης διαπραγματεύονται κυρίως σε οργανωμένες αγορές και έχουν τυποποιημένα χαρακτηριστικά, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά των αγορών στις οποίες εισέρχονται για διαπραγμάτευση. Αντίθετα, τα παράγωγα που ανήκουν στα προθεσμιακά συμβόλαια και στις συμβάσεις ανταλλαγής καθώς και τα υπόλοιπα παράγωγα, διαπραγματεύονται κυρίως εκτός οργανωμένων αγορών με αποτέλεσμα οι αντισυμβαλλόμενοι να διαμορφώνουν τα χαρακτηριστικά τους ανάλογα κάθε φορά με τις υπάρχοντες ανάγκες τους.



Σχήμα 3. Η τμηματοποίηση της αγοράς των παραγώγων.

#### 4.7 Η ελληνική αγορά παραγώγων και το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (Χ.Π.Α.)

Είναι γεγονός πως η αγορά των παραγώγων χρηματοοικονομικών μέσων είναι μία από τις οργανωμένες αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών με τη δεύτερη να ακολουθεί αυτή της αγοράς των αξιών.

Στην Ελλάδα βάσει των διατάξεων των νόμων 2533/1997, και τις μετέπειτα τροποποιήσεις των Ν2733/99 και του Ν2789/00, ξεκίνησε η λειτουργία της οργανωμένης αγοράς των παραγώγων με την ίδρυση του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. (ΧΠΑ) ή Athens Derivatives Exchanges S.A.(ADEX) και την ταυτόχρονη λειτουργία της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ( Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων). Έπειτα, προήλθε η συγχώνευση του ΧΠΑ και του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε. για να δημιουργήσουν το Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε. που συνεχίζει τη λειτουργία του ως και σήμερα. Σαφώς, τόσο το ΧΑ που έχει υπό την εποπτεία του την Αγορά Παραγώγων και την Αγορά Αξιών, όσο και η Αγορά των Repos λειτουργούν ως ηλεκτρονικές αγορές. Αξίζει να αναφερθεί ότι και πριν την θεσμοθέτηση της οργανωμένης αγοράς των παραγώγων, πραγματοποιούνταν συναλλαγές στην Ελλάδα μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, εταιρειών και επιχειρηματιών πάνω σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα αλλά όχι σε μεγάλη κλίμακα όπως μετέπειτα. Οι συναλλαγές αυτές πραγματοποιούνταν «εκτός κύκλου

αγοράς» αναλαμβάνοντας τον πιστωτικό κίνδυνο τα δύο μέρη των αντισυμβαλλομένων.

Το ΧΠΑ είναι μια ανώνυμη εταιρεία με το μετοχικό κεφάλαιο αυτής σχεδόν στα 9.000.000 ευρώ που έχει ως απώτερο στόχο την οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά των παραγώγων καθώς και την παρακολούθηση της ομαλής και ορθής διεξαγωγής των συναλλαγών σε μια σειρά τυποποιημένων συμβολαίων που αποτελούν το αντικείμενο διαπραγμάτευσης του.

Οι μέτοχοι του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ είναι το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών με ποσοστό 35% σε κάθε εταιρεία, τράπεζες που λειτουργούν στην Ελλάδα με συμμετοχή 28% στην πρώτη εταιρεία και 30% στη δεύτερη, το Κεντρικό Αποθετήριο Αθηνών με 14% και 1,1% αντίστοιχα, θεσμικοί επενδυτές με 9,37% και 5,1% αντίστοιχα, χρηματιστηριακές εταιρίες μέλη του Χ.Α.Α με 14% και 9,3% κατ' αντιστοιχία, το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο με ποσοστό 10% στην ΕΤΕΣΕΠ, ενώ το ΧΠΑ συμμετέχει στην ΕΤΕΣΕΠ με ποσοστό 9,2%.

Στο ΧΠΑ υπάρχουν δύο είδη μελών: τα απλά μέλη και οι ειδικοί διαπραγματευτές. Τα απλά μέλη είναι εντολοδόχοι στους οποίους δεν επιτρέπεται να κάνουν συναλλαγές για δικό τους λογαριασμό, αλλά μπορούν να εισάγουν τις εντολές των πελατών τους στο σύστημα.

Η δεύτερη κατηγορία μελών αφορά τους ειδικούς διαπραγματευτές, οι οποίοι με τη σειρά τους διακρίνονται σε δύο τύπους, διαπραγματευτές τύπου Α και τύπου Β.

Ο ρόλος των ειδικών διαπραγματευτών τύπου Β είναι σημαντικός για τις αγορές παραγώγων, αφού με τη συνεχή παροχή τιμών αγοράς και πώλησης διασφαλίζουν ένα ικανοποιητικό επίπεδο ρευστότητας σε αγορές που δεν έχουν μεγάλο βάθος. Η ειδική διαπραγμάτευση είναι μια εξειδικευμένη υπηρεσία που απαιτεί καλή τεχνολογική υποστήριξη και γνώση τεχνικών διαχείρισης κινδύνου. Η εξασφάλιση μιας ομάδας ειδικών διαπραγματευτών είναι χρήσιμη για την επιτυχία της αγοράς. Οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Β είναι υποχρεωμένοι να λειτουργούν σύμφωνα με ένα προκαθορισμένο σύνολο κανονισμών που περιγράφει σε ποιες σειρές προϊόντων πρέπει να δίδονται τιμές, το μικρότερο δυνατό μέγεθος συμβολαίων για το οποίο δίδονται τιμές, καθώς και τη μεγαλύτερη δυνατή διασπορά μεταξύ τιμής προσφοράς και τιμής ζήτησης. Δεδομένου ότι είναι υποχρεωμένοι να δίνουν τιμές συνεχώς, έχουν προνόμια, αντισταθμίζοντας έτσι το ρίσκο και τα έξοδά τους. Συγκεκριμένα, παρέχονται προς αυτούς κίνητρα με τη μορφή μειωμένων προμηθειών συναλλαγών, καθώς και μειωμένων προμηθειών μέλους και ετησίων προμηθειών.

Οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Α είναι μέλη του ΧΠΑ και της ΕΤΕΣΕΠ και κάνουν πράξεις επί παραγώγων για ίδιο λογαριασμό, καθώς και για λογαριασμό πελατών τους. Παράλληλα οι ειδικοί διαπραγματευτές τύπου Α έχουν τις ίδιες αυξημένες υποχρεώσεις με τους ειδικούς διαπραγματευτές τύπου Β μόνο σε περιπτώσεις ανάγκης, όπως αυτές τις ορίζει το ΧΠΑ. Σε αυτές τις περιπτώσεις το ΧΠΑ έρχεται σε προσυνηννόηση με τους ειδικούς διαπραγματευτές τύπου Α και, αφού αυτοί συμφωνήσουν, αρχίζουν να έχουν τις υποχρεώσεις και τα δικαιώματα του ειδικού διαπραγματευτή τύπου Β την ίδια ημέρα συναλλαγών. Σε όλες τις υπόλοιπες περιπτώσεις εκτελούν συναλλαγές ως τελικοί επενδυτές για ίδιο λογαριασμό.<sup>31</sup>



## 4.8 Χρηματοοικονομικά παράγωγα που διαπραγματεύονται εκτός Χρηματιστηρίου

Η μεγαλύτερη πληθώρα των χρηματοοικονομικών παραγώγων διαπραγματεύεται εκτός των οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών που δεν είναι άλλες από τις γνωστές Over The Counter (OTC) αγορές. Θα μπορούσαμε να τα ταξινομήσουμε σε 2 μεγάλες κατηγορίες:

### Τα βασιζόμενα στην άσκηση μελλοντικού δικαιώματος

- Τίτλοι επιλογής (warrants)
- Δικαιώματα ανταλλαγής (swaptions)
- Προτιμησιακά δικαιώματα (options)

### Τα βασιζόμενα σε προθεσμιακές συναλλαγές

- Προθεσμιακά συμβόλαια (forwards)
- Συμφωνίες ανταλλαγής (swaps)

Σαφώς τα προϊόντα αυτά χαρακτηρίζονται από κοινά γνωρίσματα που θα μπορούσαν να αναπτυχθούν ως τα εξής:

- Διαπραγματεύονται εκτός χρηματιστηρίου, συνήθως στις τράπεζες.
- Προσαρμόζονται απόλυτα με τις ανάγκες των αντισυμβαλλομένων καθότι δεν πρόκειται για τυποποιημένα προϊόντα.
- Οι συναλλασσόμενοι είναι θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές.
- Στόχος των διαχειριστών τους είναι η αντιστάθμιση του κινδύνου.
- Ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά γίνεται και η αποτίμηση των θέσεων.
- Το κόστος συναλλαγών είναι υψηλό.
- Οι συμβαλλόμενοι διακανονίζουν τις συναλλαγές.
- Δεν υπάρχει για τα προϊόντα αυτά δευτερογενής αγορά.<sup>6</sup>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### 5.1 Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (forwards)

Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (ΠΣ) αποτελούν την απλούστερη μορφή παραγώγου. Τέτοια συμβόλαια συνήθως πραγματοποιούνται μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων για παράδειγμα μεταξύ δύο χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων ή μεταξύ δύο μεγάλων εταιρειών και συνήθως η διαπραγμάτευση τους γίνεται εκτός χρηματιστηριακής αγοράς<sup>25</sup>. Ουσιαστικά πρόκειται για συμβόλαια των οποίων οι όροι διαπραγματεύονται εκτός οργανωμένων αγορών και υποχρεώνουν τον ένα εκ των συμβαλλόμενων, συγκεκριμένα τον αγοραστή του συμβολαίου (θετική θέση-long position) να αγοράσει μια συγκεκριμένη αξία, όπως συνάλλαγμα, εμπόρευμα ή τίτλο, από τον δεύτερο αντισυμβαλλόμενο, δηλαδή από τον πωλητή του συμβολαίου (αρνητική θέση-short position) σε προκαθορισμένη τιμή σε μία μελλοντική συμφωνία. Παράλληλα, το ίδιο συμβόλαιο υποχρεώνει το δεύτερο αντισυμβαλλόμενο να παραδώσει το υποκείμενο του συμβολαίου σύμφωνα με τους όρους αυτού. Με άλλα λόγια, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο αποτελεί συμφωνία μεταξύ δύο μερών, του αγοραστή και του πωλητή του, για μια αγοραπωλησία που θα πραγματοποιηθεί στο μέλλον σε τιμή που συμφωνείται σήμερα (Αγγελόπουλος,2011)

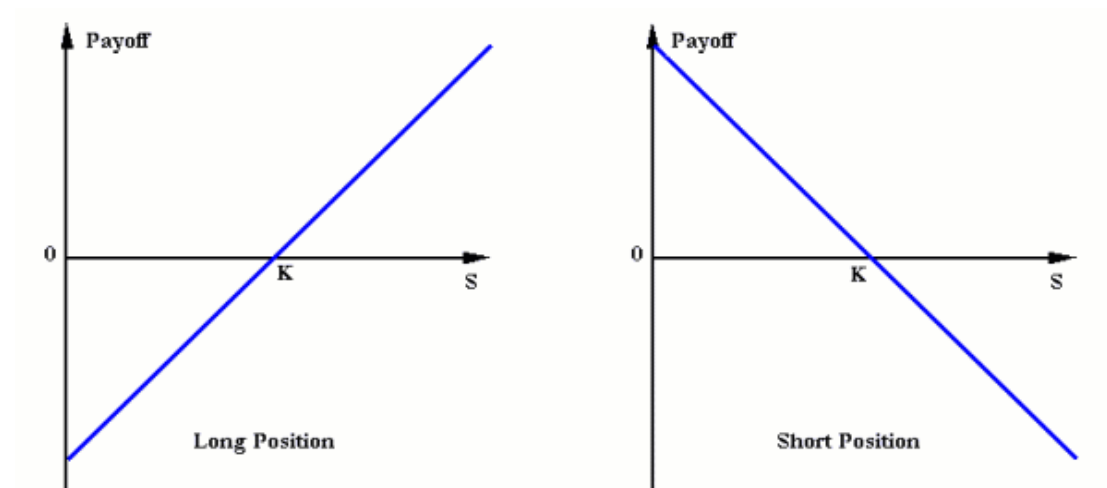
Το κέρδος ή η ζημία τη στιγμή εκπλήρωσης της συναλλαγής εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την τιμή του υποκείμενου προϊόντος εκείνη τη στιγμή. Φυσικά ελλοχεύει ο κίνδυνος, αν η ζημία είναι πολύ μεγάλη ο αντισυμβαλλόμενος που θα ζημιωθεί να αθετήσει την υπόσχεσή του. Ο κίνδυνος αυτός είναι πρακτικά και ουσιαστικά μικρός σε πραγματικά δεδομένα και εξαρτάται από τη φερεγγυότητα και την αξιοπιστία του αντισυμβαλλόμενου καθώς επίσης και από το μέγεθος του συμβολαίου που τελεί υπό διαπραγμάτευση.

Επομένως, τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι κατά βάση μη τυποποιημένοι τίτλοι που προσαρμόζονται στα μέτρα και στις προτιμήσεις των αντισυμβαλλομένων, καλύπτουν τις εκάστοτε ανάγκες τους, υπάρχει δυσκολία αναίρεσης της υποχρέωσης που φέρουν λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους και δεν εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές. Επιπρόσθετα, η μη σταθερή τους μορφή επιτρέπει στα δύο μέρη των συμβαλλόμενων που διαπραγματεύονται απευθείας μεταξύ τους να αποφασίζουν για την τιμή, τη χρονική διάρκεια όπως και κάθε άλλο σημαντικό όρο του συμβολαίου αναγκαίου για ομαλή λειτουργία της συνδιαλλαγής.

Η Διεθνής Ένωση Ανταλλαγών και Παραγώγων ( International Swaps and Derivatives Association – ISDA) έχει συμβάλει σε μεγάλο βαθμό στην ελαχιστοποίηση του κινδύνου αθέτησης των όρων των προθεσμιακών συμβολαίων μέσα από τις οδηγίες και τα τυποποιημένα, γενικά αποδεκτά, συμβατικά έγγραφα που επιβάλλει κατά τη διάρκεια των συναλλαγών. Αυτό εμφανίζεται εξαιρετικά ελπιδοφόρο για την αγορά των συμβολαίων αυτών, αν σκεφτεί κανείς πως η εκπλήρωση των απαιτήσεων τους εξαρτάται κατά το μέγιστο βαθμό από την

πιστοληπτική ικανότητα των δύο μερών χωρίς να υφίσταται ένα περιθώριο εγγυήσεων παρόμοιο με εκείνο των οργανωμένων αγορών.

Στη συνέχεια ακολουθεί ένα σχετικό διάγραμμα για την καλύτερη κατανόηση των θέσεων των αντισυμβαλλομένων στην αγορά των προθεσμιακών συμβολαίων.



Σχήμα 4. Θέσεις προθεσμιακών συμβολαίων.

Το πρώτο διάγραμμα απεικονίζει τον αγοραστή ενός προθεσμιακού συμβολαίου (θέση long), ενώ το δεύτερο τον πωλητή αυτού (θέση short).

$K$  = Τιμή συμβολαίου ή τιμή συναλλαγής

$S$  = Τρέχουσα τιμή στην αγορά κατά το χρόνο λήξης του συμβολαίου

Μελετώντας το αρχικό διάγραμμα διαπιστώνουμε ότι το δυνητικό κέρδος του αγοραστή είναι απεριόριστο, αφού η τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου κατά τη λήξη του συμβολαίου μπορεί, θεωρητικά τουλάχιστον, να είναι οποιουδήποτε ύψους. Το κέρδος ισούται με τη θετική διαφορά της τρέχουσας τιμής του υποκείμενου τίτλου στην αγορά από την τιμή του συμβολαίου. Η ζημιά από την άλλη πλευρά ισούται με την αρνητική διαφορά της τρέχουσας τιμής στην αγορά από την τιμή του συμβολαίου.

Προσέχοντας τώρα το δεύτερο διάγραμμα καταλήγουμε ότι το δυνητικό κέρδος του πωλητή του συμβολαίου είναι περιορισμένο και το μέγιστο ενδεχόμενο ύψος αυτού γνωστό κατά την ημέρα ανάληψης της θέσης και υπογραφής του συμβολαίου. Το κέρδος ισούται με τη θετική διαφορά της τιμής του συμβολαίου από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου στην αγορά, ιδίως δηλαδή ύψους με αυτό της ζημίας του αγοραστή του συμβολαίου. Αντιθέτως, η δυνητική ζημιά του πωλητή είναι απεριόριστη και ισούται με την αρνητική διαφορά της τιμής του συμβολαίου από την τρέχουσα τιμή του υποκείμενου τίτλου.<sup>5</sup>

## 5.2 Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures)

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ), όπως και στη περίπτωση των Προθεσμιακών Συμβολαίων, αποτελεί μία διμερή συμφωνία μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων. Από τους αντισυμβαλλομένους, ο ένας οφείλει να αγοράσει (long position) και ο άλλος να πουλήσει (short position), μία προκαθορισμένη ποσότητα ενός αγαθού, σε μία προκαθορισμένη ημερομηνία στο μέλλον, σε μία προκαθορισμένη τιμή συναλλαγής. Το μέρος που έχει θέση long αναμένει άνοδο της τιμής του αγαθού ενώ αντίθετα το μέρος που έχει θέση short αναμένει πτώση στη τιμή του αγαθού. Τα ΣΜΕ συναλλάσσονται καθημερινά σε κάποιο οργανωμένο χρηματιστήριο όπως για παράδειγμα στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών.<sup>25</sup> Είναι γεγονός ότι για την καλύτερη διεκπεραίωση της διαδικασίας των συναλλαγών, το χρηματιστήριο επιβάλλει ορισμένα ειδικά και τυποποιημένα χαρακτηριστικά για τα συμβόλαια αυτά. Πιο συγκεκριμένα, το χρηματιστήριο εξασφαλίζει και στα μέρη των συμβαλλόμενων οι οποίοι δεν είναι απαραίτητο να γνωρίζονται μεταξύ τους έναν μηχανισμό που πιστοποιεί ότι οι συνθήκες του συμβολαίου θα τηρηθούν χωρίς να υπάρχει κίνδυνος αθέτησης τους.

### 5.2.1 Γενικά χαρακτηριστικά ΣΜΕ (futures)

- Τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures) μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την προστασία του χαρτοφυλακίου από τον κίνδυνο πτώσης των τιμών, αλλά και ως βραχυχρόνια εργαλεία για την λήψη μοχλευμένης θέσης στην αγορά.
- Διαπραγματεύεται σε premium ή discount, αντιπροσωπεύοντας την τάση της αγοράς, την προσδοκία και άλλα στοιχεία.
- Κάθε συμβόλαιο έχει πολλαπλασιαστή, όπου με την μεταβολή της τιμής του, δημιουργείται κέρδος ή ζημιά.
- Κλείσιμο θέσης γίνεται κάνοντας την αντίθετη κίνηση. Δηλαδή αν αρχικά έχουμε πουλήσει, αγοράζουμε για να κλείσουμε τη θέση μας.
- Η ημερήσια εκκαθάριση των futures γίνεται με τη μέθοδο mark to market, όπου κέρδη και ζημιές χρεωπιστώνονται καθημερινά στο λογαριασμό του επενδυτή.
- Η εκκαθάριση και οι προμήθειες γίνονται μόνο με μετρητά.
- Ο επενδυτής καλείται να καταβάλει ως περιθώριο ασφάλισης (margin), ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας του συμβολαίου.<sup>24</sup>

Το περιθώριο ασφάλισης λειτουργεί βάση του μηχανισμού που προαναφέρθηκε από το χρηματιστήριο για την εξασφάλιση και των δύο μερών. Σύμφωνα με αυτό καλούνται ο αγοραστής και ο πωλητής των ΣΜΕ να καταβάλλουν ένα ποσοστό της τιμής συναλλαγής του συμβολαίου ως εγγύηση ανοίγοντας ένα λογαριασμό περιθωρίων. Με άλλα λόγια δεν πρόκειται για κάτι άλλο παρά για ένα ενέχυρο, άμεσα ρευστοποιήσιμο σε περίπτωση που ο επενδυτής δεν καλύψει τις υποχρεώσεις που τον βαρύνουν.

Ένας επενδυτής μπορεί να χρησιμοποιήσει τα Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης για τους παρακάτω σκοπούς :

1. Να κάνει αντιστάθμιση του κινδύνου ενός μετοχικού χαρτοφυλακίου με το να πάρει θέση πώλησης σε Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης.
2. Να αξιοποιήσει την μόχλευση των κεφαλαίων και να επιτύχει μεγαλύτερες αποδόσεις για το κεφάλαιο του χάρη στο περιθώριο ασφάλισης ή ακόμα αντί για μετρητά να προσφέρει σαν ενέχυρο τις μετοχές που έχει ήδη στο χαρτοφυλάκιο του.
3. Να κερδοσκοπήσει βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα.
4. Να πραγματοποιήσει εξισορροπητική κερδοσκοπία μεταξύ της Χρηματιστηριακής Αγοράς και της Αγοράς των Παραγώγων και να εκμεταλλευθεί ακόμα και τις περιόδους με μικρή διακύμανση της Χρηματιστηριακής Αγοράς.
5. Να κάνει πιο αποτελεσματική παθητική ή ενεργητική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.

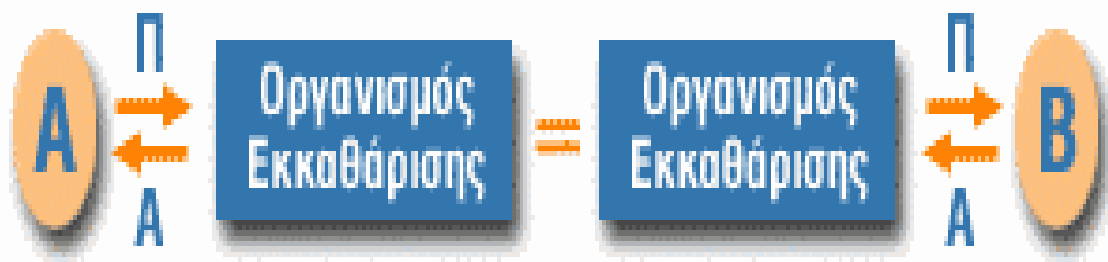
Όλα τα παραπάνω αποτελούν και τα κύρια οφέλη από την χρήση των Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης μαζί με την άμεση ρευστοποίηση των θέσεων του, την εγγύηση ότι οι υποχρεώσεις του διακανονισμού θα εκπληρωθούν και φυσικά την ταχύτητα και το μικρό σχετικά κόστος των συναλλαγών.

## **5.2.2 Εταιρίες εκκαθάρισης (clearing house)**

Σκοπός της Εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί Παραγώγων (ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.) είναι η συμμετοχή στις συμβάσεις που πραγματοποιούνται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών επί παραγώγων, η εκκαθάριση αυτών ή και των συναλλαγών που γίνονται σε άλλες αγορές, η διασφάλιση της εκπλήρωσης εκ μέρους των μερών που συμβάλλονται με αυτήν των υποχρεώσεων που απορρέουν από τις συναλλαγές, όπως και όλες οι συναφείς δραστηριότητες. Μια βασική δραστηριότητα της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. είναι η διαχείριση του κινδύνου με στόχο τη διασφάλιση όλων των συναλλαγών και την ακεραιότητα της αγοράς. Επίσης είναι το αντισυμβαλλόμενο μέρος σε όλες τις συναλλαγές, αλλά και σε καθεμία χωριστά. Καθώς η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

εγγυάται κάθε συναλλαγή είναι υπεύθυνη για την εκπλήρωση, διεκπεραίωση και εκκαθάριση όλων των συναλλαγών. Από τα παραπάνω συνάγεται ότι ο πιστωτικός κίνδυνος εξαφανίζεται για τους επενδυτές.

Πιο συγκεκριμένα, τα μέλη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων καταρτίζουν συναλλαγές είτε για τους πελάτες τους είτε για δικό τους λογαριασμό. Σε κάθε περίπτωση πάντως το μέλος του Χ.Π.Α. ευθύνεται ως πρωτοφειλέτης έναντι της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. για τη συναλλαγή καθώς και το μέλος της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., στο οποίο έχει ανατεθεί η εκκαθάριση, μέχρι να τις διαβιβάσει πλήρη και επαρκή στοιχεία του παραγγελέα. Στις πράξεις παραγώγων η εταιρία εκκαθάρισης παρεμβάλλεται μεταξύ των συμβαλλομένων μερών για κάθε πράξη που συνάπτουν. Κατ' αυτόν τον τρόπο εγγυάται στον πωλητή ότι ο αγοραστής θα ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του και στον αγοραστή αντίστοιχα ότι ο πωλητής θα προβεί στην παράδοση.<sup>2</sup> Τέλος, τον έλεγχο και την εποπτεία επί της λειτουργίας του Χ.Π.Α. και της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ως προς την τήρηση των σχετικών διατάξεων και νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς, ασκεί η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.



Σχήμα 5. Η λειτουργία των clearing house

### 5.2.3 Διαφορές forwards και futures

Ενώ τα περισσότερα χαρακτηριστικά των δύο αυτών συμβολαίων φαίνονται να είναι κοινά, ωστόσο διαφέρουν μεταξύ τους σε κομβικά σημεία διαφοροποιώντας έντονα. Τα forwards διαπραγματεύονται σε εξωχρηματιστηριακές αγορές και αποτελούν μια ιδιωτική συμφωνία ανάμεσα στις τράπεζες και στις εταιρείες συνήθως. Αντίθετα, τα futures αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης υπό συγκεκριμένους όρους που επιβάλλονται από τις οργανωμένες αγορές (π.χ. Χρηματιστήρια Παραγώγων) με αποτέλεσμα να μιλάμε για προϊόντα τυποποιημένα σχετικά με την τιμή, τη διάρκεια, τη λήξη και τη διακύμανση της τιμής τους.

Επιπρόσθετα, στα ΣΜΕ μιας και συμμετέχουν σε πιο οργανωμένες αγορές παρεμβάλλεται μεταξύ των δύο μερών των συμβαλλομένων και ένας οργανισμός

εκκαθάρισης των συναλλαγών (clearing house), ώστε να εξασφαλίζεται η ταυτότητα και η αξιοπιστία των συμμετεχόντων εν αντιθέσει με τα προθεσμιακά συμβόλαια όπου κάθε μέρος έχει απόλυτη ευθύνη απέναντι στο άλλο. Παράλληλα, όπως σημειώθηκε και παραπάνω η κατάθεση ενός ελαχίστου περιθωρίου (ποσού ασφαλιστρού) των futures εγγυώνται την ακεραιότητα της αγοράς και εκμηδενίζουν ή έστω περιορίζουν τον κίνδυνο αθέτησης των όρων των συμβολαίων, γνωστό και ως πιστωτικό κίνδυνο. Αυτή η απαίτηση του περιθωρίου ασφαλείας ως δικλίδα απέναντι στον κίνδυνο δεν κρίνεται αναγκαία στην αγορά των forwards.

Να σημειωθεί ότι τα ΣΜΕ τελούν υπό διαπραγμάτευση τις ώρες συναλλαγών του χρηματιστηρίου, ενώ τα forwards σε εικοσιτετράωρη βάση εφόσον αποτελούν προϊόντα εκτός οργανωμένων αγορών. Εκτός των άλλων, τα μεν πρώτα διακανονίζονται καθημερινά ως τη λήξη και τα κέρδη πιστώνονται στους λογαριασμούς που έχουν κερδοφόρες θέσεις σε τακτική βάση, ενώ αντιθέτως οι ζημιές χρεώνονται στους λογαριασμούς που έχουν ζημιογόνες θέσεις. Στο forwards κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου κάνουμε λόγο για μια και μόνο καταληκτική πληρωμή.

Τα ΣΜΕ καθορίζονται σύμφωνα με την μελλοντική τους τιμή που συμφωνείται την ημέρα της συναλλαγής και υπάρχουν ανώτατα όρια τιμών σε ημερήσια βάση κάτι που δεν συναντάται στις προθεσμιακές πράξεις που καθορίζονται βάσει της τιμής κλεισίματος την τελευταία ημέρα της διαπραγμάτευσης. Επιπλέον οι τιμές και οι πληροφορίες των futures είναι κοινές για όλο το επενδυτικό κοινό, πράγμα που δεν ισχύει στα forwards στα οποία οι τιμές εξαρτώνται από τον πιστωτικό κίνδυνο και το κόστος της συναλλαγής. Αναφορικά με την διαδικασία της παράδοσης, τα ΣΜΕ ορίζουν τις ημερομηνίες λήξης και τις περιοχές παράδοσης εν αντιθέσει με τα προθεσμιακά συμβόλαια όπου οι πληροφορίες αυτές διαμορφώνονται ανάλογα με το κάθε συμβόλαιο.

Τέλος, τα forwards είναι συμβόλαια ιδιωτικής φύσεως δύσκολα ρευστοποιήσιμα, με εξατομικευμένα χαρακτηριστικά κάθε φορά ανάλογα με τις ανάγκες των επενδυτών, ενώ τα futures διατίθενται σε χρηματιστηριακές πλατφόρμες με μεγάλο αγοραστικό κοινό και επενδυτικό ενδιαφέρον γύρω από αυτά χαρίζοντας τα υψηλή ρευστότητα. Γι' αυτό άλλωστε εποπτεύονται κάτω από κυβερνητικούς και αυτοδιοικουμένους μηχανισμούς που επιβάλλουν συγκεκριμένους και λεπτομερείς κανονισμούς σε αντίθεση με τα προθεσμιακά συμβόλαια που δεν τελούν συστηματικά υπό την εποπτεία των αρχών.

### 5.3 Τα Δικαιώματα Προαίρεσης (options)

Τα Δικαιώματα Προαίρεσης είναι τυποποιημένα συμβόλαια. Πρόκειται ουσιαστικά για συμβόλαια μεταξύ δύο αντισυμβαλλομένων τα οποία όμως έχουν μια πιο σύνθετη μορφή από αυτή των Futures ή των Forwards. Σε κάθε συμφωνία τέτοιου είδους ο αγοραστής έχει το δικαίωμα (αλλά όχι την υποχρέωση) να αγοράσει (ή να πωλήσει) από τον πωλητή του δικαιώματος μία προκαθορισμένη ποσότητα ενός αγαθού, σε μία προκαθορισμένη ημερομηνία στο μέλλον, σε μία προκαθορισμένη τιμή συναλλαγής. Ο πωλητής του δικαιώματος, αυτός δηλαδή που έχει θέση short στο δικαίωμα, σε αντίθεση με τον αγοραστή, είναι υποχρεωμένος να πουλήσει (ή να αγοράσει ανάλογα με το δικαίωμα) τη συγκεκριμένη προκαθορισμένη ποσότητα του αγαθού, στη προκαθορισμένη ημερομηνία στο μέλλον, στη προκαθορισμένη τιμή συναλλαγής.<sup>25</sup>

Ειδικότερα, ο κάτοχος ή αγοραστής του συμβολαίου για την απόκτηση του και τη δυνατότητα που αυτό του παρέχει καταβάλλει στον πωλητή μια τιμή (premium) ανά υποκείμενο τίτλο. Ο πωλητής του συμβολαίου είναι υποχρεωμένος να τηρήσει τους όρους αυτού, εφόσον ο κάτοχος αποφασίσει την αγορά ή την πώληση του υποκείμενου τίτλου. Ο υποκείμενος τίτλος (underlying interest) μπορεί να είναι κάποιο χρηματοοικονομικό προϊόν, όπως μετοχή, συνάλλαγμα, χειρόγραφο, επιτόκιο ή εμπόρευμα.

Η κύρια διαφορά των δικαιωμάτων προαίρεσης και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, αλλά και των περισσότερων εκ των λοιπών παραγώγων, έγκειται στη δυνατότητα που παρέχει ένα δικαίωμα προαίρεσης στον κάτοχο του να μην εξασκήσει το δικαίωμα του για αγορά ή πώληση του υποκείμενου τίτλου, χωρίς καμία επίπτωση γι' αυτόν και τη θέση του, ενώ ο κάτοχος ενός συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης πρέπει να τηρήσει τους όρους του συμβολαίου ή να εγκαταλείψει τη θέση του με αντίθετο συμβόλαιο, δηλαδή παίρνοντας αντίθετη θέση από την αρχική του. Το ίδιο συμβαίνει και με τα λοιπά παράγωγα, αφού οι ανοιγμένες θέσεις υφίστανται τις επιπτώσεις της επιλογής και της εκάστοτε τοποθέτησης. Εξαιρέση αποτελούν τα caps και τα floors, τα οποία έχουν κάποια χαρακτηριστικά των δικαιωμάτων προαίρεσης.<sup>5</sup>

Υπάρχουν τέσσερις τύποι δικαιωμάτων προαίρεσης, το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς (call option), το δικαίωμα προαίρεσης πώλησης (put option), το δικαίωμα αγοράς/πώλησης (straddles) και το δικαίωμα διασποράς (spread)

Το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα να αγοράσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον σε μια συγκεκριμένη τιμή. Το δικαίωμα προαίρεσης πώλησης δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα να πωλήσει το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία στο μέλλον σε μια συγκεκριμένη τιμή. Η τιμή του συμβολαίου είναι γνωστή και ως τιμή εξάσκησης (exercise price or strike price), ενώ η ημερομηνία του συμβολαίου είναι γνωστή και ως ημερομηνία λήξης (expiration date or maturity).<sup>1</sup>

Το δικαίωμα αγοράς/πώλησης παρέχει στον επενδυτή τη δυνατότητα αγοράς και πώλησης του τίτλου στην ίδια προκαθορισμένη τιμή άσκησης του δικαιώματος



και για την αγορά και για την πώληση. Εν κατακλείδι, το δικαίωμα διασποράς παρέχει το δικαίωμα στον επενδυτή να αγοράζει και να πουλά ταυτόχρονα το ίδιο δικαίωμα πώλησης ή αγοράς σε διαφορετική προκαθορισμένη τιμή άσκησης.<sup>7</sup>

Τέλος, τα δικαιώματα προαίρεσης διαχωρίζονται σε Ευρωπαϊκά και Αμερικάνικα, ανάλογα με το πότε μπορούν να ασκηθούν. Τα δικαιώματα αμερικανικού τύπου μπορούν να εξασκηθούν οποιαδήποτε στιγμή και μέχρι την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου, ενώ τα ευρωπαϊκού τύπου μπορούν να εξασκηθούν μόνο κατά την ημερομηνία λήξης του συμβολαίου.(Hull,2009)

## 5.4 Οι Συμβάσεις ανταλλαγής (swaps)

Ένα συμβόλαιο ανταλλαγής είναι μια συμφωνία ανάμεσα σε δύο επιχειρήσεις να ανταλλάξουν ταμειακές ροές στο μέλλον. Η συμφωνία καθορίζει τις ημερομηνίες στις οποίες θα πρέπει να ανταλλάγουν οι ταμειακές ροές και τον τρόπο σύμφωνα με τον οποίο οι ταμειακές ροές υπολογίζονται. Συνήθως, ο υπολογισμός των ταμειακών ροών λαμβάνει υπόψη του τις μελλοντικές αξίες μίας ή περισσότερων μεταβλητών της αγοράς.<sup>1</sup> Σύμφωνα με τον Hull(2009) οι ταμειακές ροές αυτές δεν αφορούν μόνο μια χρονική στιγμή αλλά μια σειρά ημερομηνιών πληρωμής προσεγγίζοντας έτσι την ιδέα ενός χαρτοφυλακίου προθεσμιακών συμβολαίων. Στην ουσία ανταλλάσσεται η κυμαινόμενη τιμή μιας συγκεκριμένης ποσότητας ενός τίτλου με τη σταθερή τιμή αυτού.

Τα swaps, όπως όλα τα παράγωγα, μπορεί να χρησιμοποιηθούν τόσο για σκοπούς αντιστάθμισης, όσο και για σκοπούς κερδοσκοπίας. Ειδικότερα, τα swaps διαθέτουν ένα επιπλέον σημαντικό χαρακτηριστικό: χρησιμοποιούνται ως εργαλεία για την αποτελεσματική διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου, αφού επιτρέπουν το μετασχηματισμό υπαρχόντων κινδύνων και τη διάρθρωση της δομής του ισολογισμού στη μορφή που η επιχείρηση επιθυμεί κάθε φορά να έχει (Κόντος,2010)

Υπάρχουν 2 βασικές κατηγορίες swap οι οποίες είναι οι εξής:

- Συμβάσεις Ανταλλαγής Επιτοκίων (interest rates swap)
- Συμβάσεις Ανταλλαγής Νομισμάτων (currency swap)

Οι **ανταλλαγές επιτοκίων (interest rates swap)** είναι συμβάσεις με τις οποίες ανταλλάσσονται από τους αντισυμβαλλομένους, για συγκεκριμένες εκτοκιστικές περιόδους, χρηματικές ροές που προέρχονται από τόκους. Οι τόκοι υπολογίζονται επί ίδιου ύψους κεφαλαίου, στο ίδιο νόμισμα, αλλά με διαφορετικό επιτόκιο για τον κάθε αντισυμβαλλόμενο, όπως σταθερό για τον ένα και κυμαινόμενο για τον άλλο ή κυμαινόμενο και για τους δύο με διαφορετική το καθένα βάση αναφοράς.

Σε αυτά φυσικά υπάρχουν και οι υποκατηγορίες εφόσον η ύπαρξη δανεισμού ή επένδυσης και η συμμετοχή ενός τουλάχιστον κυμαινόμενου επιτοκίου αποτελούν τις

προϋποθέσεις για την πραγματοποίηση μιας ανταλλαγής. Πιο συγκεκριμένα διακρίνονται οι εξής δύο κατηγορίες ανταλλαγής επιτοκίων:

1. **Ανταλλαγές υποχρεώσεων ( liability swaps)** στις οποίες οι τόκοι που ανταλλάσσονται σχετίζονται με δανεισμό ή γενικότερα με ποσά άντλησης κεφαλαίων, δηλαδή με υποχρεώσεις. Ειδικότερα, συναντώνται δύο μορφές ανταλλαγών υποχρεώσεων: α) *ανταλλαγές σταθερού/ κυμαινόμενου επιτοκίου ( plain vanilla swaps ή coupon swaps)* όπου οι ανταλλασσόμενοι τόκοι προέρχονται από μία υποχρέωση (δάνειο) με σταθερό επιτόκιο και μία υποχρέωση (δάνειο) με κυμαινόμενο επιτόκιο. β) *ανταλλαγές κυμαινόμενου/ κυμαινόμενου επιτοκίου ( basis swaps)* με αποτέλεσμα οι ανταλλασσόμενοι τόκοι να προέρχονται από υποχρεώσεις (δάνεια) με κυμαινόμενο επιτόκιο που συνδέονται με διαφορετική βάση αναφοράς, π.χ. το ένα ως βάση το Libor (δηλαδή το επιτόκιο με το οποίο αλληλοδανείζονται οι τράπεζες στο Λονδίνο) και το άλλο το Euribor.
2. **Ανταλλαγές στοιχείων ενεργητικού ή απαιτήσεων ( asset swaps)** στις οποίες οι τόκοι που ανταλλάσσονται σχετίζονται με επενδύσεις ή γενικότερα με τοποθετήσεις κεφαλαίων που δημιουργούν απαιτήσεις. Και αυτές με τη σειρά τους κατηγοριοποιούνται σε δύο μορφές: α) *ανταλλαγές σταθερού/ κυμαινόμενου επιτοκίου ( plain vanilla swaps ή coupon swaps)* με τους τόκους να προέρχονται από μία επένδυση ( στοιχείο του ενεργητικού ή του χαρτοφυλακίου) με σταθερό επιτόκιο και να ανταλλάσσονται με τους τόκους μιας άλλης επένδυσης με κυμαινόμενο επιτόκιο. β) *ανταλλαγές κυμαινόμενου/ κυμαινόμενου επιτοκίου ( basis swaps)* στις οποίες οι ανταλλασσόμενοι τόκοι προέρχονται από επενδύσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο που είναι συνδεδεμένο σε διαφορετική βάση αναφοράς, π.χ. με Euribor και επιτόκιο εντόκων γραμματίων.

Από την άλλη πλευρά, οι ***ανταλλαγές νομισμάτων ή συναλλάγματος ( currency swap ή cross currency swap)*** είναι συμφωνίες ανάμεσα σε δύο μέρη βάσει των οποίων ο ένας αντισυμβαλλόμενος δεσμεύεται να καταβάλλει πληρωμές σε ένα νόμισμα και ο άλλος σε ένα άλλο νόμισμα. Στις ανταλλαγές συναλλάγματος αντίθετα, αντίθετα με τις ανταλλαγές επιτοκίων που οι πληρωμές αφορούν μόνο σε τόκους, οι πληρωμές αφορούν τόσο σε τόκους, που υπολογίζονται βάσει διαφορετικών επιτοκίων σε διαφορετικά νομίσματα, όσο και σε κεφάλαια.

Οι ανταλλαγές νομισμάτων έχουν τα ίδια χαρακτηριστικά με τις ανταλλαγές επιτοκίων, εκτός από το γεγονός ότι τα ποσά επί των οποίων υπολογίζονται οι πληρωμές (τόκοι) εκφράζονται σε διαφορετικό νόμισμα και, αντίθετα με τις ανταλλαγές επιτοκίων που ανταλλάσσονται μόνο οι τόκοι, πέραν των τόκων μπορεί να ανταλλάσσεται και το κεφάλαιο.

Οι ανταλλαγές νομισμάτων, με κριτήριο τα επιτόκια των δύο ποσών, μπορεί να καταταγούν σε τρεις βασικές διαφορετικές κατηγορίες, οι οποίες είναι οι ακόλουθες:

- Ανταλλαγές νομισμάτων σταθερού/ κυμαινόμενου επιτοκίου, όπου το ποσό της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει κυμαινόμενου επιτοκίου που

εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα.

- Ανταλλαγές νομισμάτων σταθερού/ σταθερού επιτοκίου, όπου το ποσό της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει σταθερού επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα.
- Ανταλλαγές νομισμάτων κυμαινόμενου/ κυμαινόμενου επιτοκίου, όπου το ποσό της μιας καταβολής υπολογίζεται βάσει ενός κυμαινόμενου επιτοκίου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε ένα νόμισμα και το ποσό της άλλης καταβολής βάσει ενός δεύτερου κυμαινόμενου που εφαρμόζεται σε κεφάλαιο εκφραζόμενο σε άλλο νόμισμα.<sup>5</sup>

Σύμφωνα με τον Κόντο (2010) ένα κύριο χαρακτηριστικό των swaps είναι ότι δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά, είναι δηλαδή εξωχρηματιστηριακά προϊόντα. Αυτό έχει τα υπέρ και τα κατά: στα υπέρ είναι ότι φτιάχνονται έτσι ώστε να ικανοποιούν τις συγκεκριμένες ανάγκες των συναλλασσομένων, είναι δηλαδή προϊόντα κατά παραγγελία στο «ράφτη» και όχι ετοιμοφόρετα (*prêt-a-porter*), όπως είναι τα futures. Μειονέκτημα τους είναι ότι έχουν κίνδυνο αντισυμβαλλομένου (πιστωτικό) που προκαλείται όταν το ένα μέρος δεν τιμήσει τους όρους της συμφωνίας, αν διαπιστώσει ότι τον συμφέρει να αγοράσει ή να πωλήσει την υποκείμενη αξία στην αγορά όψεως και να μην υποστεί έτσι κόστος ευκαιρίας.

## 5.5 Εξειδικευμένα παράγωγα

Τα τελευταία χρόνια οι σύγχρονοι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δημιουργούν συνεχώς νέους τύπους παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, ώστε να είναι σε θέση να καλύψουν τις αυξημένες και εξειδικευμένες ανάγκες των πελατών τους και παράλληλα να μπορούν να ανταποκριθούν στον αυξημένο ανταγωνισμό. Τα προϊόντα αυτά, γνωστά στις αγορές και ως **hybrids**, προκύπτουν από τους κατάλληλους συνδυασμούς των γνωστών παραγώγων και προσφέρονται είτε απευθείας από το χρηματοοικονομικό οργανισμό στον πελάτη ή ελεύθερα στην αγορά. Δηλαδή η δημιουργία τους στηρίζεται στην ευρηματικότητα και στην ευελιξία των μεγάλων οργανισμών που συμμετέχουν στις σχετικές αγορές και παράλληλα στο βαθμό ανάπτυξης των ιδίων των αγορών, ώστε να διευκολύνονται οι συναλλαγές και να προστατεύονται οι αντισυμβαλλόμενοι. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν τα παράγωγα επιτοκίων, όπως τα caps, floors, collars, FRAs και τα παράγωγα επί μετοχών ή χαρτοφυλακίων.



## **5.5.1 Παράγωγα επιτοκίων**

### **5.5.1.1 CAP Δικαίωμα ανώτατου ή μέγιστου επιτοκίου**

Πρόκειται για ένα παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν που διασφαλίζει τον κάτοχο ή τον αγοραστή του από την άνοδο των επιτοκίων πάνω από συγκεκριμένο ύψος (cap rate). Ενδιαφέρει δηλαδή το προϊόν αυτό τους δανειζόμενους και τους επενδυτές που προβλέπουν άνοδο των επιτοκίων. Οι όροι του, οι οποίοι κατοχυρώνονται με σχετικό συμβόλαιο, διαμορφώνονται εκτός οργανωμένων αγορών, σύμφωνα με τις ανάγκες των αντισυμβαλλόμενων.

### **5.5.1.2 FLOOR Δικαίωμα κατώτατου ή ελάχιστου επιτοκίου**

Ένα συμβόλαιο floor διασφαλίζει τον κάτοχο του από τη μείωση του επιτοκίου κάτω από ένα συγκεκριμένο ύψος. Δηλαδή, με τα floors τίθεται ένα κατώτατο όριο στη μεταβολή ενός κυμαινόμενου επιτοκίου. Με ένα τέτοιο συμβόλαιο είναι δυνατόν να προστατευτεί ο επενδυτής ή ο δανειστής. Μπορεί, για παράδειγμα, να διασφαλισθεί η απόδοση μιας κατάθεσης ή γενικότερα μιας επένδυσης ή ενός χορηγηθέντος από τη μείωση του κυμαινόμενου επιτοκίου κάτω από ένα επίπεδο.

Δηλαδή, εφόσον ο επενδυτής ή ο δανειζών, παράλληλα με την τοποθέτηση του, αγοράσει και ένα συμβόλαιο floor, η διαφορά της απόδοσης κάτω από το συγκεκριμένο ύψος που αναφέρεται στο συμβόλαιο (floor rate) θα του καταβληθεί από τον πωλητή του συμβολαίου. Τα floors, εφόσον καλύπτουν περισσότερες της μιας εκτοκιστικές περιόδους μιας επένδυσης, ουσιαστικά αποτελούν μια σειρά από δικαιώματα πώλησης (put options) επί επιτοκίων, ευρωπαϊκού τύπου.

### 5.5.1.3 COLLARS Δικαίωμα ανώτατου και κατώτατου επιτοκίου

Είναι συμβόλαια που εξασφαλίζουν τον κάτοχο τους ταυτοχρόνως από την άνοδο των επιτοκίων, αλλά και από τη μείωση των επιτοκίων. Λειτουργούν επομένως ως caps, όσον αφορά την κάλυψη από την άνοδο των επιτοκίων και ως floors, όσον αφορά την κάλυψη από τη μείωση των επιτοκίων. Δηλαδή, πρόκειται για συνδυασμό μιας θετικής θέσης, όσον αφορά το σκέλος του cap και μιας αρνητική θέσης, όσον αφορά το σκέλος του floor. Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται συνήθως από τους δανειζόμενους οι οποίοι πωλούν ένα συμβόλαιο floor για να περιορίσουν το κόστος αγοράς ενός συμβολαίου cap, με τον κίνδυνο το επιτόκιο να μειωθεί κάτω του επιτοκίου floor αυξάνοντας έτσι το συνολικό τους κόστος.

### 5.5.1.4 FRAs (Forward Rate Agreements)

Πρόκειται για συμβόλαια μεταξύ δύο μερών, π.χ. της τράπεζας και του πελάτη της, με τα οποία ο ένας από τους δύο αντισυμβαλλομένους καλύπτεται από την άνοδο και ο δεύτερος από την πτώση των επιτοκίων. Αυτό επιτυγχάνεται με την πληρωμή από τον ένα αντισυμβαλλόμενο τόκων που υπολογίζονται βάσει ενός σταθερού επιτοκίου και από τον άλλο τόκων που υπολογίζονται βάσει ενός κυμαινόμενου επιτοκίου. Το σταθερό επιτόκιο είναι το επιτόκιο που αναφέρεται στη σύμβαση του FRA και το κυμαινόμενο είναι ένα αντιπροσωπευτικό επιτόκιο της αγοράς, όπως το Euribor ή το Libor. Κύριο χαρακτηριστικό των συμβολαίων αυτών είναι ότι καθορίζεται σήμερα, δηλαδή κατά το χρόνο υπογραφής της σύμβασης, τόσο το επιτόκιο που θα εφαρμοσθεί σε μια μελλοντική ημερομηνία όσο και το χρονικό διάστημα για το οποίο θα εφαρμοσθεί.

Η αντιστάθμιση του κινδύνου επιτοκίων με τη χρήση των FRAs επιτυγχάνεται με τη χρήση ενός πλασματικού ή υποθετικού κεφαλαίου (notional amount) και κατά συνέπεια η πληρωμή -ποσό διακανονισμού- προκύπτει από τη διαφορά των επιτοκίων χωρίς να μετακινείται το συνολικό κεφάλαιο επί του οποίου υπολογίζονται οι τόκοι. Έτσι, όπως όλα τα προϊόντα στα οποία εφαρμόζεται η τεχνική του πλασματικού κεφαλαίου, τα FRAs παρουσιάζουν χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο.<sup>5</sup>

## 5.6 Τα Warrants

Τα warrants αποτελούν μια εξειδικευμένη κατηγορία δικαιωμάτων προαίρεσης αγοράς (call option), στα οποία δεν εφαρμόζονται όλοι οι κανόνες που εφαρμόζονται

στα δικαιώματα προαίρεσης αφού, συνήθως, δεν εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές.

Τα warrants είναι τίτλοι που δίνουν στον κάτοχό τους το δικαίωμα να πληρώσει την τιμή εξάσκησης για να αποκτήσει τις μετοχές μιας επιχείρησης ή ένα χαρτοφυλάκιο σε συγκεκριμένες ημερομηνίες στο μέλλον. Οπότε η αξία τους συνδέεται με την πιθανότητα η μετοχή να είναι πάνω από την τιμή εξάσκησης στις ημερομηνίες αυτές. Όσο πιο μεγάλη η πιθανότητα αυτή τόσο πιο πολύ είναι κάποιος διατεθειμένος να πληρώσει για τα warrants άρα τόσο πιο μεγάλη η αξία τους.

Παράλληλα, σε αντίθεση με τα δικαιώματα προαίρεσης, που η διάρκεια τους είναι σχετικά μικρή, τα warrants διαρκούν περισσότερο χρόνο ακόμη και έτη. Να σημειωθεί ότι λόγω της διαπραγμάτευσης στους σε μη οργανωμένες αγορές έχουν ως αποτέλεσμα υψηλότερο κίνδυνο για τους κατόχους τους από ότι τα δικαιώματα προαίρεσης. Οι κυριότεροι λόγοι που εκδίδεται ένα τέτοιο προϊόν είναι οι παρακάτω:

- Το warrant μπορεί να εκδοθεί από μια επιχείρηση και να φορά τις δικές της μετοχές, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από την τιμή (premium) διάθεσης στους επενδυτές.
- Επιπρόσθετα, το warrant είναι δυνατόν να διαμορφωθεί και να εκδοθεί από ένα χρηματοπιστωτικό οργανισμό και να περιλαμβάνει ένα καλάθι μετοχών διαφόρων επιχειρήσεων, τις οποίες ο κάτοχος του μπορεί να αποκτήσει σε προκαθορισμένη τιμή.
- Στις περισσότερες περιπτώσεις εκδίδονται από τις επιχειρήσεις ταυτόχρονα με την έκδοση ομολογιακών δανείων και χαρίζονται στους επενδυτές, ώστε να γίνει πιο ελκυστικό το ομολογιακό δάνειο.
- Τέλος, ένας άλλος σημαντικός λόγος έκδοσης warrant από τις επιχειρήσεις είναι η δωρεάν παροχή τους στα στελέχη ή στους εργαζομένους ως κίνητρο βελτίωσης της παραγωγικότητας τους και κατά συνέπεια και της αξίας της επιχείρησης, αφού θέτουν την τιμή εξάσκησης του warrant σε υψηλότερο επίπεδο από το τρέχον στην υποκείμενη αγορά.<sup>5</sup>

## **5.7 Εξειδικευμένα παράγωγα στην αγορά παραγώγων του Χ.Α.**

### **5.7.1 Ανοιχτές πωλήσεις(short selling)**

Ανοιχτή πώληση χαρακτηρίζεται η πράξη πώλησης μιας μετοχής που ο πωλητής δεν κατέχει. Ο πωλητής προχωρεί στη συναλλαγή αυτή όταν προσδοκά αρνητική πορεία στην τιμή της συγκεκριμένης μετοχής αποσκοπώντας στην επίτευξη του κέρδους όταν αργότερα την αγοράσει σε χαμηλότερη τιμή. Στα ξένα χρηματιστήρια, η διαδικασία των ανοιχτών πωλήσεων λειτουργεί με έναν απλό και διαδεδομένο

μηχανισμό. Στην Ελλάδα, το νομικό πλαίσιο που επικρατεί περί ιδιοκτησίας δεν επιτρέπει την πώληση περιουσιακού στοιχείου από κάποιον που δεν το κατέχει. Συνεπώς, οι ανοιχτές πωλήσεις παρέμεναν μια απαγορευμένη διαδικασία για το ελληνικό χρηματιστήριο.<sup>4</sup> Στην ελληνική αγορά οι ανοιχτές πωλήσεις επετράπησαν αρχικά μόνο για τους Ειδικούς Διαπραγματευτές (primary dealers) μέλη του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών. Οι συγκεκριμένοι λειτουργούν και ως market makers και πέρα από την κατάρτιση συμβάσεων για λογαριασμό των πελατών τους και για ίδιο λογαριασμό υποχρεούνται, με στόχο τη διαμόρφωση συνθηκών ικανοποιητικής ρευστότητας στην αγορά, να διαβιβάζουν σε συνεχή βάση ταυτόχρονα τιμές αγοράς και πώλησης βάσει των όρων σχετικής σύμβασης που καταρτιζόταν με το ΧΠΑ.<sup>5</sup>

Η κατάσταση αυτή άλλαξε μόλις δημιουργήθηκαν δύο προϊόντα δανεισμού τίτλων στην Αγορά Παραγώγων που επιτρέπουν τις ανοιχτές πωλήσεις υπό την προϋπόθεση ο πωλητής να έχει συνάψει το ανάλογο συμβόλαιο δανεισμού των τίτλων που πούλησε. Πλέον, οι ανοιχτές πωλήσεις πραγματοποιούνται σε ένα μεγάλο αριθμό μετοχών εισηγμένων στο ΧΑ αλλά όχι σε όλες. Σε πολλές περιπτώσεις απαγορεύεται η διενέργεια των ανοιχτών πωλήσεων προς αποφυγή ανάπτυξης διαδικασιών χειραγώγησης.

Η αναγνωρισιμότητα, το μέγεθος και η ζήτηση για δανεισμό είναι οι κύριες προϋποθέσεις για να προσφερθούν τα συμβόλαια δανεισμού σε μια μετοχή. Η διευκόλυνση των ανοιχτών πωλήσεων ξεκινά από την αναγκαιότητα του ΧΑ να προσφέρει τις ανάλογες υπηρεσίες στους εγχώριους και ξένους επενδυτές μέσω της ΕΤΕΣΕΠ που με τη σειρά της διατηρεί μια δεξαμενή τίτλων την οποία πρώτα τροφοδοτεί και έπειτα παρέχει τίτλους στους ενδιαφερόμενους.

Επιπρόσθετα, η εκκαθάριση των πωλήσεων γίνεται με μετοχές που αποκτά ο πωλητής μέσω συμβολαίων αγοράς με σύμβαση επαναπώλησης από την ΕΤΕΣΕΠ. Αξίζει να αναφερθεί ότι το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των ανοιχτών πωλήσεων είναι ότι πραγματοποιούνται σε υψηλότερη τιμή της τιμής σε συναλλαγή που προηγήθηκε της ανοιχτής πώλησης (κανόνας upstick).<sup>4</sup> Η αποτίμησης τους είναι μια καθημερινή διαδικασία (market to market) και υπολογίζεται επίσης σε καθημερινή βάση το περιθώριο που απαιτείται να κατατεθεί από τον επενδυτή.

### **5.7.2 Repos επί μετοχών του ΧΠΑ**

Στο ΧΠΑ διαπραγματεύονται σήμερα διαπραγματεύονται δύο προϊόντα repos επί μετοχών. Αν και για λόγους ευκολίας αποκαλούνται προϊόντα δανεισμού τίτλου, στην πραγματικότητα πρόκειται για συμβάσεις repos επί μετοχών και διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: τις συμβάσεις πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς (stock repo/stock lending) και τις συμβάσεις αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (stock reverse repo/stock borrowing).

Σκοπός της ΕΤΕΣΕΠ και του ΧΠΑ με την εισαγωγή των προϊόντων αυτών ήταν η δημιουργία μιας δεξαμενής «pool» για κάθε μετοχή και να δίνεται η δυνατότητα στους επενδυτές να δανείζονται μετοχές από την δεξαμενή, προκειμένου να καλύψουν υποχρεώσεις παράδοσης είτε λόγω δηλωμένων ανοιχτών πωλήσεων είτε λόγω άλλων υποχρεώσεων που προκύπτουν από πράξεις σε άλλα παράγωγα.

Η ανάγκη δημιουργίας τους πηγάζει από το γεγονός ότι στην Ελλάδα, για λόγους υψηλότερης διαφάνειας, οι μετοχές κρατούνται σε επίπεδο τελικού επενδυτή. Κατά συνέπεια, αν ήθελε κάποιος να δανειστεί μετοχές θα έπρεπε ενδεχομένως να καταφύγει σε αρκετούς επενδυτές για να βρει τις μετοχές που επιθυμεί να δανειστεί. Φυσικά, σε αυτήν την περίπτωση θα υπήρχε κίνδυνος μεταξύ των δύο αντισυμβαλλομένων από πιθανή αθέτηση της υποχρέωσης τους. Έτσι, για την διευκόλυνση των επενδυτών και τη μείωση του κινδύνου του αντισυμβαλλομένου, τον ρόλο της κεντρικής δεξαμενής μετοχών τον κατέχει η ΕΤΕΣΕΠ.<sup>22</sup>

### **5.7.2.1 Σύμβαση πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς (stock repo/stock lending)**

Μιλάμε για ένα παράγωγο προϊόν μέσω του οποίου η ΕΤΕΣΕΠ και σήμερα ΕΤ.ΕΚ. (Εταιρία Εκκαθάρισης) δανείζεται με μετοχές από τους ενδιαφερόμενους μετοχές για να σχηματίσει τη δεξαμενή τίτλων. Οι προσφέροντες μετοχές είναι επενδυτές που κατέχουν τη μετοχή και δεν σκοπεύουν να τη ρευστοποιήσουν για τους επόμενους έξι μήνες. Οι επενδυτές εμφανίζονται πάντοτε ως πωλητές στο συμβόλαιο αυτό όπου ο μόνος αγοραστής είναι πάντα η ΕΤΕΣΕΠ. Ο επενδυτής, αφού παραχωρήσει τους τίτλους στην εταιρεία εκκαθάρισης εξακολουθεί να συμμετέχει στα κέρδη της εταιρείας λαμβάνοντας το οφειλόμενο μέρισμα ενώ διατηρεί το δικαίωμα να ζητήσει την επαναγορά των μετοχών του. Έτσι, η ΕΤΕΣΕΠ αντίστοιχα διαθέτει το δικαίωμα επαναπώλησης των μετοχών στον επενδυτή.<sup>4</sup>

Ως γνωστόν, υπάρχει μια πληθώρα επενδυτών που κατέχουν μετοχές τις οποίες επιθυμούν να διακρατήσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα ή, τουλάχιστον, δεν σκοπεύουν την άμεση πώληση τους. Αυτοί λοιπόν, με τη σειρά τους έχουν τη δυνατότητα να δανείσουν τις μετοχές τους στην ΕΤΕΣΕΠ και να αποκομίσουν έσοδο από τον προσωρινό δανεισμό τους. Αυτό είναι το βασικότερο όφελος που προκύπτει από το δανεισμό. Επομένως, εκτός της μερισματικής απόδοσης, την οποία απολαμβάνουν όσοι δανείζουν μετοχές στην ΕΤΕΣΕΠ, οι δανειστές λαμβάνουν ακόμη ένα έσοδο χωρίς ρίσκο. Κάνουμε λόγο σαφώς για δανειστές που είναι είτε ιδιώτες επενδυτές είτε θεσμικοί επενδυτές (όπως για παράδειγμα μια τράπεζα).



### **5.7.2.2 Σύμβαση αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (stock reverse repo/ stock borrowing)**

Πρόκειται για το παράγωγο προϊόν μέσω του οποίου η ΕΤΕΣΕΠ δανείζει μετοχές στους ενδιαφερομένους και το κατ' εξοχήν προϊόν που θα πρέπει να αγοράσουν όσοι προβαίνουν σε ανοιχτές πωλήσεις. Ο μοναδικός πωλητής του συμβολαίου είναι η ΕΤΕΣΕΠ η οποία δανείζει μετοχές μέσα από τη δεξαμενή που έχει προηγουμένως σχηματίσει με τις συμβάσεις πώλησης και συμφώνου επαναγοράς. Αγοραστές του συμβολαίου είναι όσοι έχουν πραγματοποιήσει ανοιχτή πώληση την ημέρα εκείνη ή σκοπεύουν να πραγματοποιήσουν ανοιχτές πωλήσεις στο επόμενο διάστημα. Οι συμβάσεις αυτές λήγουν σε έξι μήνες από τη σύναψη τους και τότε ο αγοραστής της σύμβασης υποχρεούται να επιστρέψει τις οφειλόμενες μετοχές.

Οι αγοραστές των συμβάσεων λαμβάνουν τα μερίσματα των μετοχών αλλά υποχρεούνται να τα καταβάλουν στην ΕΤΕΣΕΠ η οποία με τη σειρά της τα προωθεί στους πωλητές των συμβάσεων πώλησης με σύμφωνο επαναγοράς. Τα δικαιώματα ψήφου ασκούνται από τους αγοραστές των συμβάσεων που είναι υποχρεωμένοι να τηρούν την προβλεπόμενη χρηματιστηριακή νομοθεσία.<sup>4</sup>

Ουσιαστικά, και στις δύο περιπτώσεις αναφερόμαστε στην μεν πρώτη σε μια τυποποιημένη σύμβαση όπου συγκεντρώνονται μετοχές επιλεγμένων εταιρειών από την εταιρεία εκκαθάρισης συναλλαγών στοχεύοντας στη δημιουργία μιας «δεξαμενής» για καθεμία από τις μετοχές αυτές. Στη δε δεύτερη, οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να αντλήσουν τις μετοχές που χρειάζονται εφόσον δανειστούν από την εταιρεία εκκαθάρισης χρησιμοποιώντας το προϊόν αγοράς μετοχών με σύμφωνο επαναπώλησης (reverse stock repos) για να καλύψουν τις ανάγκες τους.

### **5.7.2.3 Συμβάσεις επαναγοράς (repurchase agreements)**

Οι συμβάσεις επαναγοράς αποτελούν άλλη μία μορφή δανεισμού τίτλων μιας και πρόκειται για προϊόντα δανεισμού τίτλων που απευθύνονται αποκλειστικά στους Ειδικούς Διαπραγματευτές της Αγοράς Αξιών του ΧΑ που εμφανίζουν ανάγκες παράδοσης μετοχών. Οι ανάγκες αυτές ανακύπτουν στο πλαίσιο της ειδικής διαπραγμάτευσης που αναλαμβάνει ο ειδικός διαπραγματευτής σε μια ή περισσότερες μετοχές της κύριας, παράλληλης ή της νέας χρηματιστηριακής αγοράς.

Ο ρόλος του ειδικού διαπραγματευτή στην αγορά αξιών του ΧΑ είναι να προσφέρει την απαραίτητη ρευστότητα στη μετοχή που τελεί υπό καθεστώς ειδικής διαπραγμάτευσης. Με άλλα λόγια, ο ειδικός διαπραγματευτής θα πρέπει να προσφέρεται να αγοράσει όταν υπάρχει πίεση και έλλειψη ζήτησης στην τιμή της μετοχής και να προσφέρεται να πουλήσει όταν υπάρχει έλλειψη προσφοράς στη μετοχή και η τιμή της πιέζεται ανοδικά. Η συνεχής φροντίδα του ειδικού διαπραγματευτή να καλύψει τα κενά της ζήτησης και της προσφοράς μειώνει τις

ακραίες διακυμάνσεις των τιμών και βελτιώνει την εικόνα της χρηματιστηριακής αγοράς.<sup>4</sup>

## 5.8 Νέα είδη παραγώγων στην αγορά

### 5.8.1 CDS

Με αφορμή την ελληνική κρίση, τα credit default swaps (CDS) βρίσκονται στο επίκεντρο των συζητήσεων παγκοσμίως για την επιβολή αυστηρότερων κανόνων και εποπτικού πλαισίου στις χρηματοοικονομικές αγορές. Πρόκειται ουσιαστικά για συμβόλαια παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων που μοιάζουν με τα γνωστά ασφαλιστικά και άρχισαν να χρησιμοποιούνται στα τέλη της δεκαετίας του 1990 αποτελώντας «ασφάλιστρα» έναντι ομολόγων που εκδίδουν είτε κράτη είτε επιχειρήσεις, τα οποία οι επενδυτές αγοράζουν για να καλυφθούν από τον κίνδυνο χρεοκοπίας του κράτους ή της επιχείρησης. Από τα τέλη της δεκαετίας του 1990 ως το 2007 η εν λόγω αγορά διογκώθηκε και η αξία των συναλλαγών (αγορές και πωλήσεις τέτοιων προϊόντων) υπολογίζεται στα 50 τρις δολάρια. Η εν λόγω αγορά λειτουργεί χωρίς καμία εποπτεία και με ελάχιστη διαφάνεια. Σε περίπτωση που υπάρχει η υπόνοια ή η εκτίμηση ότι ο εκδότης του ομολόγου θα δυσκολευτεί να το αποπληρώσει, τότε η τιμή του αντίστοιχου ασφαλιστρου (CDS) ανεβαίνει.

Τα συμβόλαια CDS μπορούν να αγοραστούν από επενδυτές που κατέχουν κάποιο ομόλογο, αλλά μπορούν να αγοραστούν και από επενδυτές που δεν κατέχουν το ομόλογο. Όταν ο αγοραστής δεν κατέχει ομόλογο τότε το CDS ονομάζεται «naked» CDS, δηλαδή «γυμνό». Τα «naked» CDS έχουν βρεθεί στο επίκεντρο των επικρίσεων το τελευταίο διάστημα και αυτό διότι όποιος αγοράζει το ασφαλιστήριο συμβόλαιο χωρίς να κατέχει ομόλογο είναι σαν να ασφαρίζεται για να προστατευτεί από μια καταστροφή που δεν τον αφορά και από την οποία αν συμβεί θα κερδίσει. Με πιο απλά λόγια είναι σαν να αγοράζει ασφαλιστήριο συμβόλαιο για να καλυφθεί από πιθανή καταστροφή που μπορεί να υποστεί το σπίτι του διπλανού του. Με τον τρόπο αυτό έχει κάθε συμφέρον να βάλει φωτιά στο σπίτι του διπλανού του για να εισπράξει την ασφάλεια. Κατά αναλογία, όσοι έχουν αγοράσει CDS που ασφαλίζουν τον κίνδυνο χρεοκοπίας της Ελλάδας έχουν κάθε λόγο να συντηρούν το σενάριο της χρεοκοπίας για να ανεβαίνει η τιμή των CDS που κατέχουν και να τα πουλήσουν με κέρδος. Πολλοί υποστηρίζουν ότι θα πρέπει να απαγορευτούν τα «naked» CDS. Άλλοι πάλι ζητούν την επιβολή ενός αυστηρότερου καθεστώτος ελέγχου προκειμένου να μπορεί να υπάρχει εποπτεία.

Συνήθως τα CDS αγοράζονται από μακροπρόθεσμους επενδυτές, π.χ. στην περίπτωση των ελληνικών ομολόγων θεσμικοί επενδυτές όπως αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά ταμεία, κ.ά. που έχουν αγοράσει τίτλους του ελληνικού Δημοσίου και δεν θέλουν να τους πουλήσουν διότι τότε οι τιμές τους θα καταρρεύσουν και θα

ζημιωθούν οι ίδιοι περισσότερο. Από την άλλη μεριά της όχθης, οι υπέρμαχοι της αγοράς CDS υποστηρίζουν ότι τα εν λόγω συμβόλαια δεν «κινούν» τις αγορές, απλώς ανακλούν τους φόβους των επενδυτών και τους βοηθούν να καλυφθούν έναντι μελλοντικών κινδύνων. Μάλιστα αρκετοί εξ αυτών επικαλούνται έκθεση της γερμανικής Επιτροπής Ελέγχου Κεφαλαιαγορών (BaFin), σύμφωνα με την οποία η επενδυτική δραστηριότητα στην αγορά CDS είχε «ελάχιστες επιπτώσεις» στην ελληνική κρίση.<sup>32</sup>

Τα CDS είναι χρήσιμα για την αντιστάθμιση κινδύνου. Σε αντίθεση με τα ασφαλιστικά συμβόλαια, όμως, οι αγοραστές δεν έχουν πάντα μερίδιο αυτού για το οποίο ασφαλίζονται όπως προαναφέραμε στην περίπτωση των «naked» CDS. Κατά συνέπεια, αυτά τα «γυμνά» (naked) CDS έχουν μετατραπεί σε έναν αποτελεσματικό τρόπο για το σορτάρισμα κρατικών ομολόγων. Τα συμβόλαια των CDS εκτινάχτηκαν ενώ οι εποπτικές αρχές αδιαφορούσαν. Η ακαθάριστη ονομαστική αξία των θέσεων σε CDS εκτοξεύτηκε από το 1 τρις. δολάρια το 2001 στα 62 τρις. δολάρια το 2007. Έκτοτε, η «συμπύκνωση» και το κλείσιμο θέσεων μείωσαν τη συνολική αξία των θέσεων στα 26 τρις δολάρια το 2010. Από τότε, όμως, οι δραστηριότητες σε CDS συνεχίζουν να αυξάνονται.

Σε έκθεσή τους που δημοσιεύτηκε τον Ιούλιο, ο κ. Giovanni Calice του Southampton University, ο κ. Jing Chen του Swansea University και ο κ. Julian Williams του Aberdeen University ερεύνησαν τον αντίκτυπο ανάμεσα στα spreads στην αγορά κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης και στην αντίστοιχη αγορά των CDS κατά την κρίση χρέους της ευρωζώνης το 2010. Κατέληξαν ότι προ της κρίσης τα spreads των κρατικών ομολόγων καθόριζαν τα spreads των CDS. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, όμως, γινόταν το αντίστροφο. Για την Ιρλανδία, την Ελλάδα, την Πορτογαλία και την Ισπανία ο αντίκτυπος μετάδοσης από την αγορά των CDS στην αγορά των spreads των κρατικών ομολόγων ήταν μεγάλος και σημαντικός.

Μία ακόμη έρευνα, των κ. Joshua Aizenman και Michael Hutchison του University of California και του Yothin Jinjarak του University of London, εξετάζει εάν τα υψηλότερα CDS μπορούσαν να ερμηνευτούν από το «δημοσιονομικό κενό» (τον λόγο του κρατικού χρέους προς τους συντελεστές φορολογίας) και άλλα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη. Ανέπτυξαν συνεπώς ένα μοντέλο αποτίμησης του κινδύνου κρατικής χρεοκοπίας, χρησιμοποιώντας τα spreads των CDS για 50 χώρες πριν και μετά την κρίση της ευρωζώνης, σε συνδυασμό με το δημοσιονομικό κενό και άλλα οικονομικά μεγέθη. Στη συνέχεια, υπολόγισαν πώς μπορούσαν να ερμηνευτούν τα πραγματικά spreads των CDS συγκριτικά με τα spreads των αποδόσεων των ομολόγων.

Η έρευνα καταλήγει στο ότι το δημοσιονομικό κενό για την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ιταλία, την Πορτογαλία και την Ισπανία το 2010 ήταν υψηλό συγκρινόμενο με άλλες χώρες. Κατά συνέπεια, τα spreads των CDS ήταν υψηλότερα. Ήταν, όμως, πολύ υψηλότερα από όσο δικαιολογούσε το μοντέλο που χρησιμοποίησαν οι συντάκτες της έκθεσης.

Αυτές οι δύο έρευνες υπονοούν ότι η αγορά των CDS επιδείνωσε την κρίση χρέους στην ευρωζώνη. Οι πιέσεις των αγοραστών στα spreads των CDS μπορεί να έχουν εκρηκτικά αποτελέσματα που απαιτούν παρέμβαση - πακέτα στήριξης,

ενίσχυση από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας (EFSF) ή αγορές κρατικών ομολόγων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Επιπλέον, αυτές οι πιέσεις από τους αγοραστές στα CDS φαίνεται πως ήταν υπερβολικές συγκριτικά με τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη.

Εν τέλει, το κόστος των πακέτων στήριξης και των άλλων μέτρων που λήφθηκαν λόγω των επιθέσεων στις αγορές των CDS ενδεχομένως να βαρύνει κυρίως τους γερμανικούς ώμους. Το υπουργείο Οικονομικών της Γερμανίας δήλωσε ότι πιθανώς να διεκδικήσει πανευρωπαϊκή απαγόρευση στο naked short selling μετοχών, κρατικών ομολόγων και CDS ώστε να αντιμετωπιστεί η «καταστροφική κερδοσκοπία». Η απαγόρευση των CDS μπορεί να στοιχίσει πολύ λιγότερο στην ευρωζώνη απ' ό,τι τα πακέτα στήριξης.<sup>33</sup>

## 5.9 Τα σκάνδαλα του 21ου αιώνα μέσω της χρήσης παραγώγων

Το 2001 η έβδομη μεγαλύτερη εταιρεία στις ΗΠΑ και κολοσσός της ενέργειας Enron χρεοκοπεί, μετά από εκτεταμένη χρήση ενεργειακών και πιστωτικών παραγώγων. Γίνεται έτσι η μεγαλύτερη εταιρεία που πτώχευσε ποτέ στις ΗΠΑ, μετά από συστηματικές προσπάθειες απόκρυψης των τεράστιων ζημιών που είχε υποστεί. Παράλληλα, το 2002 η AIB χάνει 750 εκατ. δολάρια, με τον John Rusnak να χρησιμοποιεί εικονικά συμβόλαια για να καλύψει τις ζημιές από προθεσμιακά συμβόλαια συναλλάγματος.

Τον Ιανουάριο του 2004, η National Australia Bank παραδέχεται ότι έχασε 180 εκατ. δολάρια Αυστραλίας, μετά από τις κακές επιλογές τεσσάρων traders σε μη εξουσιοδοτημένες συναλλαγές. Από την άλλη πλευρά, τον Νοέμβριο του 2004 η China Aviation χάνει 550 εκατ. δολάρια σε κερδοσκοπικές κινήσεις και γίνεται η μεγαλύτερη «χασούρα» εταιρείας στη Σιγκαπούρη, μετά το τεράστιο σκάνδαλο της Barings και του Nick Leeson. Τον Οκτώβριο του 2005, η Refco, ένας από τους μεγαλύτερους brokers (μεσίτες) παραγώγων αναγκάζεται να σταματήσει τις συναλλαγές.

Επιπρόσθετα, τον Σεπτέμβριο του 2006 το αμερικανικό hedge fund(η αντιστάθμιση κεφαλαίου αναλύεται στην συνέχεια) Amaranth Advisors χάνει 6 δις. δολάρια σε futures φυσικού αερίου. Τον Ιανουάριο του 2008 η Societe Generale χάνει 4,9 δις. ευρώ μετά από μη εξουσιοδοτημένες συναλλαγές ενός μόνο trader σε futures. Παρομοίως, τον Ιούλιο του 2009 ο Steve Perkins, ένας broker παραγώγων της PVM Oil, προκαλεί πανικό στην αγορά όταν κατηγορείται ότι έκανε συναλλαγές οι οποίες αν δεν είχαν ανακαλυφθεί εγκαίρως θα είχαν κοστίσει 400 εκατ. στερλίνες στην εταιρεία του. Τέλος, τον Ιούλιο του 2012 η Network Rail καταγράφει ζημιές ύψους 1,2 δις. λιρών από συναλλαγές σε παράγωγα. Ο βουλευτής των Συντηρητικών John Redwood συστήνει στην εταιρεία να ξοδεύει τα χρήματά της στους σιδηροδρόμους και όχι να λειτουργεί σαν επενδυτική τράπεζα.<sup>34</sup>

## 5.10 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης και τα σύνθετα χρηματοοικονομικά παράγωγα

Όπως εύστοχα αναφέρουν οι καθηγητές Ζοπουνίδης και Δούμπος σε σχετικό άρθρο τους στην Καθημερινή τον τελευταίο καιρό κατακλυζόμαστε από μια περίεργη «ονοματολογία» των «αγορών» και παράλληλα από μια συνεχή ροή ειδήσεων, πληροφοριών, αναλύσεων και κριτικών για τον ρόλο των «αγορών» στη διαμόρφωση της οικονομικής μας πραγματικότητας. Οι αναφορές εντοπίζονται κυρίως σε δύο βασικά θέματα: τα σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τους οίκους αξιολόγησης.

Συγκεκριμένα υποστηρίζουν πως ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης ως βασική πηγή πληροφόρησης επενδυτών, επιχειρήσεων και οργανισμών που κατ' επέκταση δραστηριοποιούνται στο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον, αποτελεί εδώ και πολλά χρόνια αντικείμενο ανάλυσης και κριτικής από ακαδημαϊκούς ερευνητές. Βέβαια, εκτός του ρόλου των οίκων αξιολόγησης, ένα από τα νέα στοιχεία που ανέδειξε η κρίση που διανύουμε είναι ο ρόλος των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και πρακτικών που αναπτύσσονται μέσω των χρηματοοικονομικών παραγώγων. Στο παρελθόν έχει υπάρξει περιστασιακά ανάλογος προβληματισμός, αλλά η τρέχουσα κρίση οδήγησε αβίαστα σε μια ευρύτερη συζήτηση επί του θέματος.

Επισημαίνουν πως ένα από τα κύρια χαρακτηριστικά της διάδοσης των χρηματοοικονομικών παραγώγων είναι η πολυπλοκότητα που έχουν αποκτήσει, αφού υπάρχει πλέον μια πληθώρα διαφορετικών τύπων συμβολαίων, τα οποία σχεδιάζονται και κατασκευάζονται (χρηματοοικονομική μηχανική) ώστε να είναι κατάλληλα προσαρμοσμένα σε διαφορετικούς τύπους κινδύνων, επενδυτικών χαρτοφυλακίων και επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Ταυτόχρονα, τονίζουν πως τα παράγωγα όπως έχει προαναφερθεί άλλωστε αποτελούν ένα από τα βασικότερα εργαλεία στη διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Επιπλέον, αποτελούν βασικά δομικά στοιχεία για την κατασκευή νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Ας μην ξεχνάμε ότι εξυπηρετούν παράλληλα και κερδοσκοπικές στρατηγικές μέσω της μόχλευσης (leverage), καθώς δίνουν τη δυνατότητα μεγάλων κερδών με περιορισμένο αρχικό κεφάλαιο. Αυτές οι κερδοσκοπικές στρατηγικές σε συνδυασμό με την αλόγιστη χρήση των παραγώγων από στελέχη που δεν αντιλαμβάνονται επαρκώς τη λειτουργία και τους κινδύνους που ενσωματώνουν, αλλά την απουσία διαδικασιών ενδοεπιχειρησιακού ελέγχου, αποτελούν τα κύρια στοιχεία ανησυχίας.

Πρόταση τους είναι ένας συντονισμός σε παγκόσμιο επίπεδο για την καλύτερη εποπτεία των πρακτικών που ακολουθούνται όσον αφορά τη χρήση σύνθετων χρηματοδοτικών και επενδυτικών προϊόντων. Επιπρόσθετα, συμπεραίνουν ότι απαιτείται η υιοθέτηση αρχών απόλυτης διαφάνειας. Σε κάθε περίπτωση τονίζουν πως θα πρέπει όλοι να έχουμε υπόψη ότι κανένα μέτρο που εντάσσεται στα πλαίσια διαχείρισης χρηματοοικονομικών κινδύνων δεν οδηγεί στην εξάλειψή τους. Η εξάλειψη των χρηματοοικονομικών (και όχι μόνο) κινδύνων είναι ένας ουτοπικός

στόχος, ενώ η αποτελεσματική διαχείρισή τους είναι μια δύσκολη, σύνθετη αλλά εφικτή διαδικασία που προφανώς θα οδηγήσει στην καλύτερη λειτουργία της αγοράς.<sup>35</sup>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### 6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ

#### 6.1.1 Η έννοια της Αντιστάθμισης(hedging)

Αρχικά, ας ξεκινήσουμε με τις θέσεις που μπορούμε να κατέχουμε στην αγορά που σημαίνει ότι μπορεί να είναι είτε θέση αγοράς, είτε θέση πώλησης. Θέση αγοράς ή διαφορετικά θετική θέση διατηρεί κάποιος όταν αυξήσεις στην τιμή του προϊόντος ή του τίτλου ή του συμβολαίου που έχει αγοράσει αυξάνουν την αξία της θέσης που κατέχει, και αντίστροφα. Θέση πώλησης ή αλλιώς αρνητική θέση παίρνει κάποιος όταν αυξήσεις στην τιμή του προϊόντος, του τίτλου ή του συμβολαίου μειώνουν την αξία της θέσης του, και αντιστρόφως.

Δίνοντας τον ορισμό της αντιστάθμισης θα λέγαμε ότι πρόκειται ουσιαστικά για την διαδικασία αγοράς ή πώλησης παράγωγων αξιόγραφων και γενικότερα χρηματοοικονομικών μέσων με σκοπό την εξουδετέρωση και την μετακύλιση των κινδύνων από τις αυξομειώσεις των τιμών της αγοράς. Να διευκρινιστεί το γεγονός πως εάν στην αγορά μετρητοίς έχει δημιουργηθεί θετική θέση, δηλαδή θέση αγοράς, κατά συνέπεια στην αγορά παραγώγων δημιουργείται αρνητική θέση ή αλλιώς θέση πώλησης και αντίστροφα. Οι θέσεις αυτές έχουν σαν στόχο όταν επέλθουν αρνητικές επιπτώσεις από τις μεταβολές των τιμών στη μία θέση να αναιρούνται εξ ολοκλήρου ή μερικώς τουλάχιστον από τις θετικές επιπτώσεις στην αντίθετη θέση, και αντίστροφα. Σίγουρα, η έννοια της αντιστάθμισης αποτελεί κομμάτι της καθημερινότητας του σύγχρονου ανθρώπου, αν σκεφτεί κανείς πως ακόμα και η αγορά ασφάλειας είναι ένα μέτρο αντιστάθμισης αφού εξασφαλίζει τον αγοραστή από ζημιές που μειώνουν ή απαξιώνουν τα περιουσιακά του στοιχεία. Οι θέσεις αυτές της «αντιστάθμισης» που αναλαμβάνονται καθημερινά εντάσσονται στο πλαίσιο μιας αμυντικής στρατηγικής που ακολουθούν οι άνθρωποι για να προστατευτούν τόσο από σημαντικές μεταβολές της περιουσίας τους όσο και από ανεπιθύμητες μεταβολές στη ζωή τους.

Σύμφωνα με τον Μυλωνά (2005) οι αντισταθμιστές (hedgers) είναι άτομα ή επιχειρήσεις που εκ φύσεως των εργασιών τους αναλαμβάνουν θέσεις στην παραγωγική δραστηριότητα και ταυτόχρονα χρησιμοποιούν παράγωγα για να εξασφαλίσουν τουλάχιστον ένα τμήμα της δραστηριότητας τους από τις διακυμάνσεις των τιμών που τους επηρεάζει. Οι έχοντες θέση στην αγορά μετρητοίς δεν

λειτουργούν πάντα ως αντισταθμιστές καθώς μπορεί να επιλέξουν να μην αντισταθμίσουν την δραστηριότητα τους. Αυτή η ενέργεια τους έχει ως αποτέλεσμα να επιτυγχάνουν υπέρογκα κέρδη όταν οι τιμές ευνοούν την θέση που κατέχουν στην αγορά μετρητοίς, αλλά και υπέρογκες ζημίες από την άλλη πλευρά όταν οι τιμές μεταβληθούν αντίθετα προς τη θέση τους στην αγορά μετρητοίς. Εξαιτίας των διαρκών και απρόβλεπτων μεταβολών στις τιμές, η επιλογή της μη αντιστάθμισης θα φέρει διαρκείς αυξομειώσεις στην κερδοφορία και θα αυξήσει τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Προφανώς σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον σαν αυτό που επικρατεί στην αγορά απόρροια αυτής της εξέλιξης θα είναι η αδυναμία χρηματοδότησης με επωφελείς όρους που ίσως και να οδηγήσει στην περιθωριοποίηση της επιχείρησης.

## 6.2 Η εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage)

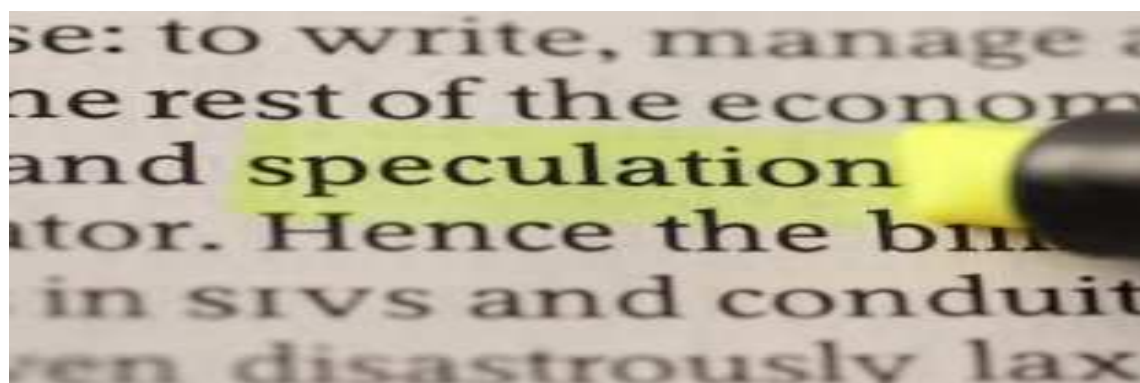
Η εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage) αφορά την διαδικασία απόκτησης ενός αγαθού ή τίτλου σε μια αγορά και ταυτόχρονα την πώληση του σε μια άλλη αγορά σαφώς σε μια υψηλότερη τιμή, εφόσον στόχος είναι η αποκόμιση κέρδους χωρίς επένδυση. Εάν η εξισορροπητική κερδοσκοπία επιτευχθεί χωρίς την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου μέσω κάποιας στρατηγικής trading και με τρόπο ώστε η θέση αγοράς να αντισταθμίζεται πλήρως από τη θέση πώλησης, τότε αναφερόμαστε στην διαδικασία της ακίνδυνης εξισορροπητικής κερδοσκοπίας (riskless arbitrage). Αν οι τιμές σε κάποιες αγορές επιτρέπουν την υλοποίησης κάποιας στρατηγικής arbitrage, τότε οι arbitrageurs θα υιοθετήσουν άμεσα αυτήν την στρατηγική, διεξάγοντας ταυτόχρονα τις ανάλογες αγοραπωλησίες, μέχρις ότου οι τιμές να μεταβληθούν τόσο που να μην επιτρέπουν πλέον τη διεξαγωγή του arbitrage. Να σημειωθεί ότι η τιμολόγηση των παραγώγων γίνεται στη βάση της απουσίας arbitrage. Παράλληλα, εκτός από την ακίνδυνη εξισορροπητική κερδοσκοπία υπάρχει και εκείνη που εγκυμονεί κινδύνους. Σε αυτή τη διαδικασία, ο εξισορροπιστής (arbitrageur) αναλαμβάνει κίνδυνο για κάποιο μικρό χρονικό διάστημα χωρίς να έχει τη δυνατότητα να κλείσει ταυτόχρονα τη θέση του στις δυο αγορές. Κάτι τέτοιο λαμβάνει χώρα συνήθως όταν οι αγορές δεν λειτουργούν ταυτόχρονα ή όταν δεν είναι συνδεδεμένες άμεσα παρά το γεγονός ότι λειτουργούν ταυτόχρονα με αποτέλεσμα την καθυστέρηση υποβολής των εντολών. Επιπρόσθετα αυτό το πρόβλημα παρουσιάζεται σε περίπτωση όπου υπάρχει διαφορετικός βαθμός ρευστότητας στις δύο αγορές. Αποτέλεσμα αυτού είναι η εντολή στη ρευστή αγορά να εκτελείται αμέσως, ενώ η εκτέλεση της εντολής στην άλλη αγορά να γίνει με καθυστέρηση λόγω έλλειψης ρευστότητας. Παρόμοιο πρόβλημα παρουσιάζεται όταν οι τιμές στις δυο αγορές είναι σε διαφορετικό νόμισμα και επομένως ο εξισορροπιστής αναλαμβάνει συναλλαγματικό κίνδυνο.

## 6.3 Η κερδοσκοπία και οι κερδοσκόποι(speculation)

Η κερδοσκοπία είναι ουσιαστικά η στρατηγική που ακολουθεί ένας επενδυτής, ο οποίος ρισκάρει να αναλάβει θέσεις αγοράς ή πώλησης βασιζόμενος στις προσδοκίες που έχει σχετικά με την μελλοντική πορεία των τιμών ενός τίτλου ή αγαθού.

Οι κερδοσκόποι συμμετέχουν στις αγορές παραγώγων όχι για να προστατεύσουν τις ήδη ανειλημμένες θέσεις που κατέχουν στην αγορά μετρητοίς, αλλά για να αναλάβουν νέες με μόνο τους μέλημα την επίτευξη κέρδους. Σε αντίθεση με την αντιστάθμιση, η κερδοσκοπία είναι μια δραστηριότητα που στερείται παραγωγικής βάσης. Οι κερδοσκόποι δεν επενδύουν στην πραγματική αγορά και συνεπώς δεν αποκομίζουν ωφέλεια από κάποια παραγωγική λειτουργία. Οι κερδοσκόποι τοποθετούνται σε μια αγορά με την ελπίδα ότι οι τιμές θα εξελιχθούν προς την κατεύθυνση που αυτοί επιθυμούν, προβλέπουν και αναμένουν. Εάν οι τιμές μεταβληθούν αντίθετα με τις προβλέψεις τους, τότε η ζημία που θα προκύψει θα είναι ολοσχερής καθώς δεν υπάρχει παραγωγική δραστηριότητα για να εξουδετερωθεί τουλάχιστον μερικώς.

Φυσικά το γεγονός ότι υπάρχουν κερδοσκόποι σημαίνει ότι συμπληρώνεται το πάζλ στους ήδη υπάρχοντες αντισταθμιστές στις αγορές παραγώγων αξιογράφων εξασφαλίζοντας έτσι την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και τη ρευστότητα σε ανεκτά επίπεδα. Η ανάληψη των κινδύνων από τους κερδοσκόπους επιτρέπει την διασπορά του κινδύνου σε ευρύτερο κύκλο συμμετεχόντων. Τα κέρδη τα οποία αυτοί αποβλέπουν είναι ανάλογα σαφώς των κινδύνων που αναλαμβάνουν και για αυτό εξάλλου όλοι οι κερδοσκόποι δεν αναλαμβάνουν τους ίδιους κινδύνους και κατ' επέκταση τα ίδια κέρδη.



### 6.3.1 Τα είδη των κερδοσκόπων

Ο Μυλωνάς (2005) αναφέρει πως ανάλογα με τις θέσεις και τους κινδύνους που αναλαμβάνουν οι κερδοσκόποι διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες:



- Οι *scalpers* αγοράζουν και πωλούν μεγάλο αριθμό προθεσμιακών συμβολαίων στο ίδιο υποκείμενο αγαθό ή τίτλο σε διαφορετικές χρονικές στιγμές. Κάτι τέτοιο επιτυγχάνεται όταν οι τιμές εμφανίζουν μικρές αποκλίσεις μέσα στην ίδια ημέρα και απέχουν μεταξύ τους κατά μόνο λίγα λεπτά ή ακόμη και δευτερόλεπτα. Έτσι, οι *scalpers* προσδοκούν να πωλήσουν οριακά υψηλότερα από ότι αγόρασαν ή να αγοράσουν οριακά χαμηλότερα από ότι πούλησαν στοιχηματίζοντας έτσι ότι η τάση των τιμών θα συνεχιστεί προς μια κατεύθυνση για μικρό χρονικό διάστημα.
- Στην δεύτερη κατηγορία κερδοσκόπων ανήκουν οι *ημερήσιοι διαπραγματευτές* οι οποίοι σε αντίθεση με τους *scalpers* που διενεργούν πολλές πράξεις σε μια ημέρα με αποτέλεσμα την επίτευξη μικρού κέρδους για κάθε μία από αυτές, εκείνοι αναλαμβάνουν λίγες θέσεις εντός της ημέρας τις οποίες κλείνουν μέχρι το τέλος αυτής προσδοκώντας ένα ικανοποιητικό κέρδος και διατηρώντας το κόστος των συναλλαγών στο ελάχιστο δυνατό.
- Κλείνοντας, στο τελευταίο είδος των κερδοσκόπων ανήκουν οι *διαπραγματευτές θέσης* που στοχεύουν να κερδοσκοπήσουν αποκλειστικά για λογαριασμό τους αναλαμβάνοντας διάφορες θέσεις (*position trading*). Στην στρατηγική αυτή απαιτείται η διατήρηση μιας θέσης για χρονικά διαστήματα μεγαλύτερα της μιας ημέρας και πολλές φορές αρκετών μηνών. Προφανώς αυτού του είδους η στρατηγική στέφεται με επιτυχία μόνο εάν η μακροχρόνια τάση της μεταβολής των τιμών προβλεφθεί επιτυχώς.

## 6.4 Αντιστάθμιση με τη χρήση ΣΜΕ(futures)

Οι επιχειρηματίες και γενικότερα οι επενδυτές προκειμένου να μειώσουν έως και να εξαλείψουν την αβεβαιότητα που συνεπάγεται η επιδίωξη των επιχειρηματικών τους σκοπών, συμπεριλαμβανομένου της αγοράς, πώλησης και κατοχής χρηματοοικονομικών προϊόντων χρησιμοποιούν *futures*. Πλήρης εξουδετέρωση του κινδύνου από τη μεταβολή των τιμών μπορεί να επιτευχθεί μέσω των ΣΜΕ παρόλο που δεν είναι πάντα επιθυμητό. Ο λόγος είναι ότι με την εξουδετέρωση του κινδύνου εξανεμίζεται και η ευκαιρία κάποιου κέρδους πέραν του κανονικού, γεγονός που δεν συγκαταλέγεται στους σκοπούς των επιχειρήσεων. Θα μπορούσαμε να παραθέσουμε το παράδειγμα επένδυσης χρημάτων πάνω σε αξίες, οι οποίες απειλούνται από τον κίνδυνο αύξησης των επιτοκίων. Σε αυτήν την περίπτωση αντιμετωπίζει την πιθανότητα μείωσης της αξίας, που θα εισπραχθεί από την πώληση, λόγω ανόδου των επιτοκίων με πώληση *futures*.

## 6.4 1 Αντιστάθμιση πώλησης (short hedge)

Η χρήση των ΣΜΕ για αντιστάθμιση πώλησης είναι δυνατόν να περιγραφεί με ένα κατανοητό και σαφές παράδειγμα: μία εταιρία, γνωρίζοντας ότι πρόκειται να πουλήσει ένα στοιχείο σε κάποια μελλοντική τιμή ανησυχεί λόγω της αβεβαιότητας για την τιμή που θα έχει αποκτήσει το στοιχείο αυτό την στιγμή που πρόκειται να το πουλήσει στην αγορά. Ειδικότερα, αντιμετωπίζει τον κίνδυνο να πέσει κατά πολύ στο μέλλον η τιμή του στοιχείου αυτού σε σχέση με την τρέχουσα τιμή του. Κάτι τέτοιο φυσικά θα επιφέρει αναμενόμενη μείωση των κερδών και στην χειρότερη περίπτωση ακόμη και ζημίες.

Συνεπώς, είναι δυνατό και εφικτό να αντισταθμίσει αυτόν τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει λαμβάνοντας μια short θέση σε ΣΜΕ επί του στοιχείου αυτού. Πιο συγκεκριμένα, εάν μελλοντικά η τιμή του στοιχείου αυτού πέσει, σε σχέση με τα τρέχοντα επίπεδα, η εταιρία θα έχει «ζημία» από την πώληση του στοιχείου στη spot αγορά (δηλαδή στην αγορά που οι συναλλαγές εκκαθαρίζονται αμέσως), αλλά ταυτόχρονα θα σημειώσει κέρδη από τη θέση στα ΣΜΕ. Αντιθέτως, ένα στο μέλλον η τιμή του στοιχείου ανέβει, συγκριτικά πάντα με τις τρέχουσες τιμές, η εταιρία θα έχει αυξημένο κέρδος από την πώληση του στοιχείου αυτού στην αγορά spot, αλλά ταυτόχρονα θα αντιμετωπίζει ζημία από τη θέση στα ΣΜΕ.

## 6.4.2 Αντιστάθμιση αγοράς (long hedge)

Συνεχίζοντας στο προηγούμενο παράδειγμα θα μπορούσαμε να δώσουμε την έννοια της αντιστάθμισης αγοράς πιο παραστατικά. Όταν μια εταιρία γνωρίζει ότι πρόκειται να αγοράσει σε κάποια μελλοντική στιγμή ένα στοιχείο απαραίτητο για την παραγωγική της διαδικασία, ανησυχεί εξαιτίας της αβεβαιότητας της τιμής που θα έχει το στοιχείο αυτό στην αγορά όταν προτίθεται να το αγοράσει.

Με άλλα λόγια αντιμετωπίζει τον κίνδυνο να ανέβει στο μέλλον η τιμή του στοιχείου σε υψηλότερα επίπεδα από την τρέχουσα τιμή, με αποτέλεσμα να καλείται να αντιμετωπίσει αυξημένο λειτουργικό κόστος. Για το λόγο αυτό, λαμβάνοντας μια θέση long σε ΣΜΕ επί του στοιχείου αυτού καταφέρνει να αντισταθμίσει τον επικείμενο κίνδυνο. Άρα, εάν η τιμή του στοιχείου αυτού πέσει μελλοντικά, σε σχέση με τα τρέχοντα επίπεδα, η εταιρία θα έχει «κέρδος» από την αγορά του στοιχείου στην αγορά spot με ταυτόχρονη όμως ζημία από τη θέση που κατέχει στα ΣΜΕ. Από την άλλη πλευρά, εάν στο μέλλον η τιμή του στοιχείου αυτού ανέβει, σε σχέση με την τρέχουσα τιμή, η εταιρεία θα έχει «ζημία» από την αγορά του στοιχείου στη spot αγορά, ενώ θα διαγράψει παράλληλα κέρδος από τη θέση στα ΣΜΕ.

## 6.5 Αντιστάθμιση με συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης

Σύμφωνα με τον Hull (2009) το κυριότερο πλεονέκτημα που παρουσιάζουν τα δικαιώματα προαίρεσης ως αντισταθμιστικά εργαλεία είναι η δυνατότητα σχηματισμού διάφορων τύπων χρηματοροών. Οι στρατηγικές αντιστάθμισης που βασίζονται στη χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης διαφέρουν ανάλογα με την πολυπλοκότητά τους ή μη και προσαρμόζονται ανάλογα στις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά διαπραγμάτευσης του υποκείμενου τίτλου. Αν θέλαμε να τις κατηγοριοποιήσουμε για την διευκόλυνση μας θα τις κατατάσσαμε στις εξής:

- Εκείνες που περιλαμβάνουν θέση σε δύο ή περισσότερα δικαιώματα του ίδιου τύπου (spread).
- Εκείνες που λαμβάνουν θέση στο δικαίωμα και του υποκείμενο τίτλο (προστατευτικές και καλυμμένες θέσεις δικαιωμάτων).
- Και τέλος, εκείνες που λαμβάνουν θέση σε ένα συνδυασμό από δικαιώματα αγοράς και πώλησης (combination).

### 6.5.1 Spread

Η στρατηγική των spreads διεξάγεται με τη λήψη από τον ίδιο τον επενδυτή ταυτόχρονα και της θέσης του αγοραστή και της θέσης του πωλητή option. Εν ολίγοις, η στρατηγική αυτή διαμορφώνεται με την ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός δικαιώματος αγοράς επί του ίδιου υποκείμενου τίτλου ή ακόμη την ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός δικαιώματος πώλησης επί του ίδιου υποκείμενου τίτλου. Αυτή η στρατηγική δεν εγγυάται σημαντικά κέρδη αλλά πλεονεκτεί στο ότι μετριάξει το ρίσκο αφού ταυτόχρονα συνυπάρχουν μια θέση long και μια θέση short. Να σημειωθεί ότι τα spreads διαχωρίζονται σε *bull spreads* και *bear spreads*.

Στο bull spread η λήψη μιας συγκεκριμένης θέσης είναι αποτέλεσμα εκτίμησης του επενδυτή για ανοδική ή καθοδική κατεύθυνση των τιμών. Αντίθετα, σε περίπτωση υποτιμητικών προσδοκιών χρησιμοποιείται η στρατηγική bear spread με αποτέλεσμα ο επενδυτής να παίρνει θέση short σε call με χαμηλότερη τιμή άσκησης και θέση long σε call με υψηλότερη τιμή άσκησης από αυτή του call που υπογράφει.<sup>2</sup> Γενικότερα, τα spreads προτιμώνται από επενδυτές που επιδιώκουν μέτρια απόδοση με περιορισμένο επίπεδο κίνδυνου που αναλαμβάνουν.

### **6.5.2 Αντιστάθμιση με προστατευτικό δικαίωμα αγοράς**

Το προστατευτικό δικαίωμα αγοράς είναι στρατηγική που δίνει στον κάτοχο του τη δυνατότητα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει σε συγκεκριμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή τον υποκείμενο τίτλο. Το δικαίωμα αυτό αποκτά αξία όταν οι τιμές του υποκείμενου τίτλου εξελίσσονται ανοδικά, ενώ η αξία του είναι ελάχιστη ως και μηδενική σε περίπτωση πτώσης των τιμών. Έτσι λοιπόν, η απόκτηση δικαιώματος αγοράς αναδεικνύεται σε χρήσιμο αντισταθμιστικό εργαλείο στην περίπτωση που ο αντισταθμιστής διαθέτει αρνητική θέση στην αγορά μετρητοίς και επιθυμεί να προστατευτεί από το ενδεχόμενο ανόδου των τιμών.<sup>4</sup>

### **6.5.3 Καλυμμένες θέσεις δικαιωμάτων**

Βάσει της στρατηγικής των καλυμμένων θέσεων ο αντισταθμιστής λειτουργεί ως πωλητής είτε του δικαιώματος αγοράς (καλυμμένο δικαίωμα αγοράς) είτε του δικαιώματος πώλησης (καλυμμένο δικαίωμα πώλησης). Οι θέσεις αυτές αντιστάθμισης ονομάζονται καλυμμένες καθώς πρόκειται για πώληση δικαιώματος σε υποκείμενο τίτλο ή αγαθό που κατέχει ο αντισταθμιστής λόγω της φύσεως των εργασιών του. Η δυνατότητα αντιστάθμισης που παρέχεται από τους τρόπους αυτούς μπορεί να έχει επωφελή αποτελέσματα για τον αντισταθμιστή όταν το δικαίωμα εκπνεύσει χωρίς να εξασκηθεί και ο αντισταθμιστής διατηρήσει όλο ή το μεγαλύτερο μέρος της αξίας των δικαιωμάτων που πούλησε. Αντιθέτως, όταν ασκείται το δικαίωμα, ο αντισταθμιστής υπόκειται σε ζημία που αναιρεί την ωφέλεια από τη θέση μετρητοίς που διατηρεί. Βεβαίως, η ζημία με τη συμπληρωματική αντιστάθμιση θα είναι μικρότερη της ζημίας από τη θέση μετρητοίς κατά την αξία των δικαιωμάτων που πουλήθηκαν.<sup>4</sup>

## **6.6 Διαφορές αντισταθμιστικών ωφελειών από Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης**

Τα δικαιώματα προαίρεσης όπως και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, εκτός του ότι είναι προϊόντα διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένες αγορές και πλήρως τυποποιημένα αποτελούν παράλληλα δύο εξαιρετικά αντισταθμιστικά εργαλεία που εύκολα υποκαθιστούν το ένα το άλλο. Φυσικά, παρουσιάζουν κάποιες αξιοσημείωτες διαφορές με την έννοια ότι η αποτελεσματικότητά τους στην αντιστάθμιση που προσφέρουν επιδρά κάθε φορά διαφορετικά στα εισπραττόμενα οφέλη από τον επενδυτή.

Αναφερόμενοι αρχικά στην αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης οφείλουμε να τονίσουμε ότι ένα από τα βασικότερα πλεονεκτήματα των ΣΜΕ είναι ο ικανοποιητικός και επαρκής προσδιορισμός του αποτελέσματος της αντιστάθμισης, αφού μετά την πραγματοποίηση της η τελική τιμή «κλειδώνει». Από την άλλη πλευρά, με τα δικαιώματα προαίρεσης το τελικό αποτέλεσμα της αντιστάθμισης δεν είναι εκ των προτέρων γνωστό και ως εκ τούτου ενδέχεται να χρειασθούν ενδιάμεσες αγοραπωλησίες δικαιωμάτων.

Επιπρόσθετα, όπως αναφέρει και ο Μυλωνάς (2005) η μικρότερη αποτελεσματικότητα που παρουσιάζει η αντιστάθμιση με τη χρήση δικαιωμάτων απαιτεί στενή παρακολούθηση της θέσης αντιστάθμισης μέχρι την πλήρη ολοκλήρωσης της. Αντίθετα, μέσω της αντιστάθμισης με ΣΜΕ η αντιστάθμιση τοποθετείται στην αρχή και δεν απαιτείται περαιτέρω προσαρμογή εφόσον η βάση κινηθεί εντός των προβλεπόμενων ορίων.

Η επόμενη διαφορά έγκειται στο γεγονός πως το κόστος της αντιστάθμισης διαφέρει σημαντικά ανάλογα με την επιλογή του παραγώγου που θα κάνουμε. Η απόκτηση των δικαιωμάτων συνοδεύεται από ένα συγκεκριμένο κόστος που βασίζεται στην τιμή του δικαιώματος και στον αριθμό τους στην αντιστάθμιση και δεν επηρεάζεται από τη μετέπειτα μεταβολή της τιμής τους. Στην περίπτωση των ΣΜΕ, το κόστος απόκτησης περιορίζεται στο περιθώριο ασφάλισης με κίνδυνο αυτό να αυξηθεί ή να μειωθεί ανάλογα με τις μεταβολές των τιμών των ΣΜΕ και τον ημερήσιο διακανονισμό που γίνεται.

Εν κατακλείδι, το τελευταίο σημείο διαφοράς τους είναι ο τρόπος της κερδοφορίας που επιτυγχάνεται κάθε φορά από την αντιστάθμιση με αυτά τα δύο παράγωγα. Με τα ΣΜΕ το κέρδος ή ζημία που προκύπτει από τη διαφορά των τιμών μετρητοίς είναι γνωστό εκ των προτέρων, εφόσον κλειδώνεται και η τιμή από τη στιγμή εκκίνησης της διαδικασίας της αντιστάθμισης. Με τα δικαιώματα προαίρεσης κλειδώνεται μεν η μέγιστη ζημία ή το κόστος που πιθανώς να προκύψει, αλλά δίνεται παράλληλα και η ευκαιρία για περαιτέρω κερδοφορία αν η τιμή του δικαιώματος ενισχυθεί και το δικαίωμα προσφέρεται προς άσκηση.

## **6.7 Στατική αντιστάθμιση**

Με την έννοια της στατικής αντιστάθμισης δεν εννοούμε τίποτα άλλο παρά ότι η θέση σε παράγωγα που χρησιμοποιείται για να πραγματοποιηθεί η αντιστάθμιση κινδύνου είναι σταθερή χωρίς να απαιτείται να προσαρμόζεται σε ημερήσια βάση στις συνθήκες της αγοράς. Στόχος της είναι να περιοριστεί η μέγιστη απώλεια της συνολικής θέσης στην περίπτωση μιας αρνητικής εξέλιξης της αγοράς, ενώ την ίδια στιγμή να διατηρηθεί η πιθανότητα κέρδους από μια ευνοϊκή εξέλιξη στην αγορά.

Έτσι, ο αγοραστής του δικαιώματος πώλησης πληρώνει ένα ποσό (premium) για να αποκτήσει το δικαίωμα να πουλήσει σε μία καθορισμένη τιμή (τιμή εξάσκησης του δικαιώματος). Αυτό εξαλείφει τον κίνδυνο ο οποίος είναι συνδεδεμένος με μία πτώση της τιμής του υποκείμενου τίτλου κάτω από την τιμή εξάσκησης του

δικαιώματος πώλησης. Φυσικά, το κόστος της αντιστάθμισης του κινδύνου εξαρτάται από την επιλογή της τιμής εξάσκησης. Η αντιστάθμιση του κινδύνου με ένα δικαίωμα πώλησης που είναι κάτω από το χρηματικό του ισοδύναμο προσφέρει μια πιο φθηνή λύση από ότι θα πρόσφερε ένα δικαίωμα πώλησης που θα ήταν ίσο με το χρηματικό του ισοδύναμο δικαίωμα, αλλά θα παρείχε προστασία μόνο στην περίπτωση μιας πιο μεγάλης πτώσης της τιμής του τίτλου.<sup>22</sup>

## 6.8 HEDGE FUNDS

### 6.8.1 Τι είναι τα Αντισταθμιστικά Κεφάλαια και πως λειτουργούν στην διαχείριση του κινδύνου

Το *αντισταθμιστικό κεφάλαιο (hedge fund)* είναι επενδυτικά κεφάλαια που μπορούν να ενσωματώνουν μια ευρύτερη γκάμα επενδύσεων και χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με άλλα επενδυτικά μοντέλα. Αυτά όμως τα αμοιβαία κεφάλαια είναι διαθέσιμα μόνο σε συγκεκριμένους επενδυτές όπως τα Ασφαλιστικά Ταμεία, Ιδρύματα, Πανεπιστημιακά κληροδοτήματα και επενδυτές με πολύ υψηλά ποσά προς επένδυση.<sup>25</sup> Ουσιαστικά πρόκειται για ένα κεφάλαιο ανοικτού ή κλειστού τύπου όπου ένας διαχειριστής επενδύει τα χρήματα των μεριδιούχων έναντι κάποιας αμοιβής (management fee). Στα ανοικτού τύπου funds μπορεί οποιοσδήποτε επενδυτής να αποκτήσει μερίδιο αν και τα κατώτατα όρια συμμετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλά και μπορεί να ανέρχονται σε εκατοντάδες χιλιάδες ευρώ. Στα κλειστού τύπου funds η συμμετοχή των επενδυτών γίνεται βάσει επιλογών του διαχειριστή.<sup>27</sup>

Τα hedge funds χρησιμοποιούν πληθώρα χρηματοοικονομικών εργαλείων με σκοπό την μείωση του επενδυτικού ρίσκου, την αύξηση των αποδόσεων και την ελαχιστοποίηση της συσχέτισης με τις αγορές των μετοχών και των ομολόγων. Τα περισσότερα από αυτά είναι ευέλικτα στις επενδυτικές τους επιλογές, αφού μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις ανοιχτές πωλήσεις, τη μόχλευση, τα παράγωγα προϊόντα όπως δικαιώματα πώλησης (puts), δικαιώματα αγοράς (calls) καθώς και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures).

Τα hedge funds διαφέρουν κατά πολύ μεταξύ τους ανάλογα με την απόδοση, την μεταβλητότητα και το ρίσκο. Πολλές αλλά όχι όλες οι επενδυτικές στρατηγικές τείνουν να αντισταθμίζουν το υπό διαχείριση κεφάλαιο ενάντια στην πτωτική πορεία της αγοράς στην οποία έχουν λάβει χώρα οι συγκεκριμένες στρατηγικές. Τα περισσότερα από αυτά έχουν την δυνατότητα να δίνουν αποδόσεις που δεν σχετίζονται με την απόδοση της συγκεκριμένης αγοράς όπου επενδύονται και ταυτόχρονα στοχεύουν στην προστασία του επενδυμένου κεφαλαίου.

Η μεγαλύτερη γκάμα αυτών έχει ως managers επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων οι οποίοι διακρίνονται για την οξυδέρκεια και την πειθαρχία τους καθώς και την εξαιρετική ειδίκευσή τους σε συγκεκριμένες αγορές η οποία αποτελεί και το

ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα. Οι συγκεκριμένοι είναι πρακτικά ελεύθεροι να διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκιά τους, όπως εκείνοι νομίζουν καλύτερα, αρκεί να ισχύει μία βασική προϋπόθεση, η καταγραφή υψηλών αποδόσεων. Μία αδύναμη ή ακόμα και αρνητική απόδοση του χαρτοφυλακίου μπορεί να καταστρέψει τόσο τον ίδιο τον διαχειριστή, όσο και ολόκληρο το hedge fund, ενώ αντιθέτως μια καλή απόδοση δημιουργεί ένα νέο "αστέρι" στον κλάδο. Τα αντισταθμιστικά κεφάλαια βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση εξαιτίας των υψηλότερων αμοιβών των managers, οι οποίες με τη σειρά τους εξαρτώνται από τις ετήσιες αποδόσεις που αποτελούν κίνητρο για αυτούς, γι' αυτό και τις θέσεις αυτές τις κατέχουν οι καλύτεροι στην αγορά των επενδύσεων. Για το λόγο αυτό, οι hedge funds managers συνήθως τοποθετούν και τα δικά τους χρήματα στο προς επένδυση κεφάλαιο του hedge fund.

Τα περισσότερα hedge funds κάνουν χρήση των παραγώγων προϊόντων για πολύ συγκεκριμένους λόγους, όπως η μείωση επενδυτικού κινδύνου που επιτυγχάνεται μέσω αυτών, η συνεχής εκμετάλλευση πιθανών ανισοροπιών των τιμών των τίτλων και φυσικά η αύξηση του ύψους των κεφαλαίων με την μέθοδο της μόχλευσης (leverage). Προφανώς για να χαρακτηρίσουμε την απόδοση ενός hedge fund ως επιτυχημένη ή αποτυχημένη στην αντιστάθμιση του κινδύνου οφείλουμε να παρατηρήσουμε συγκεκριμένους παράγοντες και ειδικότερα την συσχέτισή τους με τις αμοιβές των managers από τη μία και από την άλλη τις κατηγορίες των αποδόσεων που προσφέρουν.<sup>8</sup>

Αν θέλαμε να κατατάξουμε τα hedge funds σε κατηγορίες κοινών χαρακτηριστικών θα επιλέγαμε τις εξής:

- **Exchange Traded Funds (ETFs)**, δηλαδή διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια ειδικά σχεδιασμένα για να παρακολουθούν την πορεία ενός δείκτη τιμών.
- **Hedge Fund τύπου Aggressive Growth**, που αναφέρονται σε κεφάλαια με υψηλές προσδοκίες και ρίσκο και παράλληλα υψηλή μόχλευση κεφαλαίου, ενώ η κάλυψη του κινδύνου επιτυγχάνεται με τη χρήση παραγώγων προϊόντων.
- **Hedge Fund τύπου Distressed Securities**, και μιλάμε για κεφάλαια που αγοράζουν μετοχές, δικαιώματα και παλαιά δάνεια από εταιρείες που αντιμετωπίζουν ενδεχόμενη χρεοκοπία.
- **Hedge Fund τύπου Emerging Markets**, δηλαδή για κεφάλαια που επενδύονται σε αναδυόμενες αγορές στις οποίες συνήθως δεν προβλέπεται η χρήση παραγώγων για την αντιστάθμιση του κινδύνου και άρα η έκθεση σε ρίσκο είναι μεγαλύτερη.
- **Hedge Fund τύπου Fund of Funds**, των οποίων η λειτουργία είναι ως επενδυτικές «ομπρέλες» μέσω της απόκτησης μεριδίων σε άλλα hedge funds. Τα funds επιλέγονται με γνώμονα την βελτιστοποίηση της διασποράς του κινδύνου. Τα κριτήρια διαφοροποίησης αφορούν τόσο τον γενικό επενδυτικό χαρακτήρα ενός fund (πχ εξειδίκευση στην υψηλή τεχνολογία), όσο και την γεωγραφική δραστηριοποίηση του. Τα Funds of the Hedge Funds θεωρούνται

ιδανική επιλογή για επενδυτές με χαμηλές ανοχές στο ρίσκο (π.χ. συνταξιοδοτικά ταμεία και ασφαλιστικές εταιρείες) γιατί ναι μεν εμπεριέχουν χαμηλότερο ρίσκο αλλά ταυτόχρονα εμφανίζουν και πιο ισορροπημένη κατανομή αποδόσεων μέσα στα χρόνια.

- **Hedge Fund τύπου Income**, και ειδικότερα κεφάλαια που επενδύονται σε κρατικά ομόλογα και διατηρούν προφίλ χαμηλού ρίσκου.
- **Hedge Fund τύπου Macro**, και αφορά τα κεφάλαια που στοχεύουν σε κέρδη από μακροοικονομικές αλλαγές σε διάφορα κράτη, μέσω της χρήσης παραγώγων προϊόντων ώστε οι μικρές μεταβολές επιτοκίων και ισοτιμιών να μετατρέπονται σε αξιολογικά κέρδη.
- **Hedge Fund τύπου Opportunistic**. Εδώ κάνουμε λόγο για κεφάλαια που χρησιμοποιούν διαφορετικές στρατηγικές με σκοπό να εκμεταλλεύονται ευκαιρίες σε πολλών διαφορετικών ειδών αγορές και στα οποία χρησιμοποιείται κατά κόρον η μόχλευση του κεφαλαίου.
- **Hedge Fund τύπου Value**. Τέλος, τα κεφάλαια αυτά επενδύουν σε μετοχές που διαπραγματεύονται πολύ χαμηλότερα από την πραγματική τους αξία και στοχεύουν σε μακροπρόθεσμα κέρδη στις περιπτώσεις που η αγορά επαναξιολογήσει τις αποτιμήσεις των εταιρειών αυτών.<sup>27</sup>

Κλείνοντας αξίζει να αναφέρουμε πως ενώ ο κλάδος των hedge funds παραδοσιακά χαρακτηριζόταν από έλλειψη διαφάνειας πλέον η συμμόρφωση με την νομοθεσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC) είναι υποχρεωτική, με ανακοινώσεις, αρχεία εγγράφων, κατάλληλες ρυθμίσεις και κανονισμούς. Ο κλάδος αντιλαμβάνεται ακόμη ότι η λειτουργία μιας σωστά δομημένης επιχείρησης είναι κάτι τελείως διαφορετικό και πολύπλοκο, σε σχέση με την διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου τίτλων.

## 6.8.2 Τα Hedge Funds στην ελληνική αγορά

Σύμφωνα με δημοσίευμα της ‘Καθημερινής’ τον Σεπτέμβριο του 2013 ήταν η δεύτερη καλύτερη φετινή επίδοση (μετά τον Μάιο) που τα ξένα κεφάλαια πρόσφεραν τριμήνιο αριθμό σε εκατομμύρια ευρώ στο X.A. Πιο συγκεκριμένα, τον Σεπτέμβριο διοχετεύθηκαν από το εξωτερικό κεφάλαια ύψους 186,29 εκατ. ευρώ, τον περασμένο Μάιο είχαν εισρεύσει 324,49 εκατ. ευρώ και τον Αύγουστο «μπήκαν» κεφάλαια ύψους 127,98 εκατ. ευρώ.

Όπως μαζικά τα hedge funds εγκατέλειψαν το X.A. τον Νοέμβριο του 2009 διαβλέποντας την πολύχρονη ύφεση και κατέγραψαν γρήγορες αποδόσεις, έτσι και τώρα, υπό μορφή αγέλης, εισέρχονται στο X.A. Συγκεκριμένα, τον Νοέμβριο του 2009 που ξεκινούσε η μαζική αποχώρηση των hedge funds από την Αθήνα είχαν ρευστοποιηθεί ελληνικές μετοχές αξίας 106,58 εκατ. ευρώ, για να τριπλασιαστεί η αξία των ρευστοποιήσεων τον Δεκέμβριο του 2009 (360 εκατ. ευρώ), όταν ξεκινούσε



και ο αποκλεισμός της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές λόγω του ελλείμματος, που προκάλεσε την εκτόξευση των spreads του δεκαετούς ελληνικού ομολόγου σε απαγορευτικά επίπεδα, με αποκορύφωση τις 3.724 μονάδες βάσης στις 8 Μαρτίου 2012.

Η απόβαση των hedge funds στην ελληνική αγορά για πρώτη φορά μετά τη μαζική έξοδο τον Οκτώβριο του 2009 –όταν ξεκινούσε ο «Γολγοθάς» της ελληνικής οικονομίας– λειτουργεί ως προπομπός των επερχόμενων εξελίξεων. Υπενθυμίζεται ότι αυτοί που πρώτοι αποχώρησαν από την Ελλάδα, όταν ξεκινούσε η μεγάλη κρίση και πρώτοι επανατοποθετούνται στη φάση όπου διαφαίνονται σημάδια σταθεροποίησης στην οικονομία και δημιουργείται πεδίο ακραίας κερδοσκοπίας με τα warrants των αυξήσεων κεφαλαίου. Οι τράπεζες που εμφανίζονται ως αγοραστές – ειδικά η Citigroup στην Πειραιώς ή η Goldman Sachs σε Πειραιώς και Alpha, η KBW και η Societe Generale στην Εθνική– είναι διεκπεραιώτριες εντολών hedge funds, όχι μόνον του FaralloCapital, York Capital Management, QVT Financial, Dromeus, αλλά και πλήθους μεγάλων επιθετικών hedge funds που δραστηριοποιούνται σε μετοχές και ομόλογα. Το κερδοσκοπικό ενδιαφέρον δεν εστιάζεται μόνο στις μετοχές των τραπεζών (σε 19 συνεδριάσεις έχουν διακινηθεί 1,3 δισ. μετοχές), αλλά και στα ομόλογα, εκτοξεύοντας τις τιμές στις 66 μονάδες βάσης στη 10ετία. Τα ξένα hedge funds δράττουν τη διπλή ευκαιρία να τοποθετηθούν στο X.A. με επίκεντρο τις τράπεζες, για δύο λόγους: 1) οι παλαιοί μέτοχοι των τραπεζών για να συμμετάσχουν στις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σπεύδουν να πουλήσουν τις μετοχές που κατέχουν ώστε με τη ρευστότητα που θα αποκτήσουν να τοποθετηθούν στις αυξήσεις κεφαλαίου. Έτσι, οι πωλήσεις των παλαιών μετόχων δημιουργούν τεράστια προσφορά μετοχών, επιτρέποντας στους ξένους να τοποθετηθούν και 2) τα warrants είναι ο μεγάλος στόχος, καθώς θα δοθούν δωρεάν στους μετόχους μαζί με τις νέες μετοχές που θα αποκτήσουν.

Συνεπώς, υπάρχει έντονο επενδυτικό ενδιαφέρον για τις μετοχές των εγχώριων τραπεζών όπως παρόμοια υπογραμμίζει σε δημοσίευσμά της η εφημερίδα Financial Times. Σύμφωνα με το δημοσίευμα ο γνωστός Αμερικανός μεγαλοεπενδυτής Τζον Πόλσον, ιδρυτής της Paulson & Co. εταιρείας διαχείρισης κεφαλαίων αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) και γνωστός για τα μεγάλα στοιχήματα που βάζει στις αγορές, καθώς και μια ομάδα από αμερικανικά hedge funds ηγούνται της επενδυτικής «επέλασης» με στόχο μετοχές ελληνικών τραπεζών. Οι διαχειριστές κεφαλαίων εκτιμούν ότι η Ελλάδα, που εδώ και καιρό θεωρείται ο αδύναμος κρίκος της ευρωζώνης, βρίσκεται σε ένα σημείο καμπής.<sup>28</sup>



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### 7.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ

#### 7.1.1 Ορισμοί που αφορούν την λογιστική αντιστάθμισης σύμφωνα με το Δ.Λ.Π.39

Σύμφωνα με το Δ.Λ.Π. 39 ορίζονται κάποιες βασικές έννοιες για την καλύτερη κατανόηση της λογιστικής διαδικασίας που ακολουθείται στα χρηματοοικονομικά παράγωγα. Αρχικά δίνεται ο ορισμός της *βέβαιης δέσμευσης* που αφορά την δεσμευτική συμφωνία για την ανταλλαγή μιας καθορισμένης ποσότητας πόρων σε μια καθορισμένη τιμή και σε μια καθορισμένη μελλοντική ημερομηνία ή ημερομηνίες. Έπεται η έννοια της *προσδοκώμενη συναλλαγής* που δεν είναι άλλη από την μελλοντική συμφωνία που αναμένεται να πραγματοποιηθεί αλλά για την οποία δεν υπάρχει δέσμευση.

#### *Αντισταθμισμένο στοιχείο (hedged item)*

Είναι ένα αναγνωρισμένο περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση, μια εκτός ισολογισμού βέβαιη δέσμευση, μια πολύ πιθανή προσδοκώμενη συναλλαγή ή μια καθαρή επένδυση σε εκμετάλλευση στο εξωτερικό. Το αντισταθμισμένο στοιχείο μπορεί να είναι α) ένα μοναδικό περιουσιακό στοιχείο, μια υποχρέωση, μια βέβαιη δέσμευση, μια πολύ πιθανή προσδοκώμενη συναλλαγή ή μια καθαρή επένδυση σε εκμετάλλευση στο εξωτερικό, β) μια ομάδα περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων, βέβαιων δεσμεύσεων, πολύ πιθανών προσδοκώμενων συναλλαγών ή καθαρών επενδύσεων σε εκμετάλλευση στο εξωτερικό με παρεμφερή χαρακτηριστικά ή γ) μόνο για αντιστάθμιση του κινδύνου επιτοκίου χαρτοφυλακίου, ένα τμήμα του χαρτοφυλακίου των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων ή υποχρεώσεων που μοιράζονται τον αντισταθμισμένο κίνδυνο.

#### *Μέσο αντιστάθμισης (hedging item)*

Είναι προσδιοριζόμενο παράγωγο ή (για αντιστάθμιση του κινδύνου μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών μόνο) ένα προσδιοριζόμενο, μη παράγωγο χρηματοοικονομικό στοιχείο ή μια μη παράγωγη χρηματοοικονομική υποχρέωση της οποίας η εύλογη αξία ή οι ταμιακές ροές αναμένεται να συμψηφίσουν τις μεταβολές

της εύλογης αξίας ή των ταμιακών ροών ενός προσδιοριζόμενο αντισταθμισμένου στοιχείου.

Αντισταθμίζοντα στοιχεία είναι κυρίως τα παράγωγα. Τα πωληθέντα δικαιώματα προαίρεσης δεν μπορούν όμως να χαρακτηριστούν ως αντισταθμίζοντα μέσα. Η πιθανή ζημία σε ένα δικαίωμα προαίρεσης που μια οικονομική οντότητα πωλεί δύναται να είναι ουσιωδώς μεγαλύτερη από την πιθανή αύξηση της αξίας ενός σχετικού αντισταθμισμένου στοιχείου. Με άλλα λόγια, ένα πωληθέν δικαίωμα προαίρεσης δεν αποτελεί αποτελεσματικό μέσο περιορισμού της έκθεσης ενός αντισταθμισμένου στοιχείου σε κέρδος ή ζημία. Αντίθετα, ένα αγορασμένο δικαίωμα προαίρεσης έχει δυνητικά κέρδη ίσα με ή μεγαλύτερα από τις ζημίες και συνεπώς έχει τη δυνατότητα να μειώσει τη έκθεση σε κέρδη ή ζημίες από μεταβολές των εύλογων αξιών ή ταμιακών ροών. Επομένως, είναι δυνατόν να θεωρηθεί ως μέσο αντιστάθμισης.

Ένα μη παράγωγο χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή μια μη παράγωγη χρηματοοικονομική υποχρέωση μπορεί να προσδιοριστεί ως μέσο αντιστάθμισης μόνο για την αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου. Επιπλέον, ένα μοναδικό μέσο αντιστάθμισης μπορεί να προσδιοριστεί ως αντιστάθμιση για πλέον του ενός είδους κινδύνου εφόσον α) οι αντισταθμισμένοι κίνδυνοι προσδιορίζονται με σαφήνεια, β) η αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης αποδεικνύεται, και γ) είναι δυνατό να υπάρξει επιβεβαίωση της συγκεκριμένης αντιστοίχισης του αντισταθμιστικού μέσου και των διαφόρων θέσεων σε κίνδυνο.<sup>26</sup>

## 7.2 Λογιστικής αντιστάθμισης και προϋποθέσεις εφαρμογής της

### 7.2.1 Ορισμός λογιστικής αντιστάθμισης

Αν θέλαμε να δώσουμε τον ορισμό λοιπόν της **λογιστικής αντιστάθμισης**, εύκολα θα οικειοποιούμασταν τον ορισμό που αναφέρει ο Κόντος (2010) και τον οποίο θέτει ως εξής: λογιστική αντιστάθμισης είναι οι ειδικοί κανόνες που εφαρμόζουμε, προκειμένου να επιτύχουμε αντιπαράθεση και συμψηφισμό των αποτελεσμάτων των στοιχείων που συνδέονται με σχέση αντιστάθμισης, συμψηφισμός που δεν μπορεί να επιτευχθεί πάντα με τους συνήθεις κανόνες και αρχές που γνωρίζαμε μέχρι τώρα. Αυτό επιτυγχάνεται με την αναγνώριση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν, τόσο από το αντισταθμιζόμενο στοιχείο, όσο και από το μέσο αντιστάθμισης την ίδια χρονική περίοδο.

## 7.2.2 Προϋποθέσεις εφαρμογής της λογιστικής αντιστάθμισης

Το Δ.Λ.Π.39 αναγνωρίζει λογιστικά μια σχέση αντιστάθμισης εάν και εφόσον ικανοποιούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

- Υπάρχει επαρκής τεκμηρίωση κατά την έναρξη της αντισταθμιστικής σχέσης με πλήρη περιγραφή του αντισταθμιζόμενου στοιχείου, του μέσου αντιστάθμισης, του είδους του κινδύνου που αντισταθμίζεται και της μεθόδου μέτρησης της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης (η οποία αναφέρεται εκτενώς στην συνέχεια).
- Η αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης μπορεί να μετρηθεί αξιόπιστα.
- Επιπλέον, η αντιστάθμιση αναμένεται να είναι αποτελεσματική σε μεγάλο βαθμό.
- Η μέτρηση αυτή πραγματοποιείται σε τακτή βάση και αποδεικνύει την αποτελεσματικότητα καθ' όλη τη διάρκεια της σχέσης αντιστάθμισης.
- Ειδικά για την περίπτωση της αντιστάθμισης των χρηματοροών η μελλοντική προβλεπόμενη συναλλαγή πρέπει να αξιολογείται ως πολύ πιθανό να συμβεί.

Αντίθετα, μια σχέση αντιστάθμισης είναι δυνατόν να διακοπεί αν συμβεί ένα από τα ακόλουθα γεγονότα:

- Η αντιστάθμιση δεν είναι αποτελεσματική (κάτι που αναλύεται λεπτομερώς παρακάτω), δεδομένου ότι τα αποτελέσματα της μέτρησης είναι εκτός του εύρους 80%-125%.
- Πραγματοποιήθηκε πώληση ή τακτοποίηση του αντισταθμιζόμενου στοιχείου.
- Πραγματοποιήθηκε πώληση, λήξη ή εξάσκηση – αν πρόκειται για δικαίωμα προαίρεσης – του μέσου της αντιστάθμισης.
- Λήφθηκε απόφαση της διοίκησης για ανάκληση της σχέσης αντιστάθμισης.
- Όσον αφορά την αντιστάθμιση μιας πολύ πιθανής προσδοκώμενης συναλλαγής, όταν η συναλλαγή αυτή δεν θεωρείται πλέον πιθανό να συμβεί.<sup>3</sup>

## 7.3 Αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης

Είναι ο βαθμός στον οποίο οι μεταβολές στην εύλογη αξία ή οι ταμιακές ροές του αντισταθμισμένου στοιχείου που αποδίδονται σε αντισταθμισμένο κίνδυνο συμψηφίζονται από μεταβολές στην εύλογη αξία ή τις ταμιακές ροές του μέσου αντιστάθμισης. Διαισθητικά, σύμφωνα με τον Κόντο (2010) η αποτελεσματικότητα της αντιστάθμισης αντικατοπτρίζει το πόσο καλά ένα μέσο αντιστάθμισης αποδίδει, όσον αφορά την προστασία του αντισταθμιζόμενου στοιχείου, από ανεπιθύμητες μεταβολές που σχετίζονται με τον αντισταθμιζόμενο κίνδυνο.

Μια αντιστάθμιση θεωρείται άκρως αποτελεσματική μόνον αν πληρούνται αμφότερες οι ακόλουθες δύο προϋποθέσεις: α) κατά τη δημιουργία μιας αντιστάθμισης και σε μεταγενέστερες περιόδους, η αντιστάθμιση αναμένεται να είναι άκρως αποτελεσματική όσον αφορά τον συμψηφισμό των μεταβολών στην εύλογη αξία ή των ταμιακών ροών που αποδίδονται στον αντισταθμισμένο κίνδυνο, κατά την περίοδο για την οποία έχει προσδιοριστεί η αντιστάθμιση και β) τα πραγματικά αποτελέσματα της αντιστάθμισης κυμαίνονται σε εύρος μεταξύ 80 και 125 τοις εκατό.

Το IAS 39 απαιτεί δύο ειδών ελέγχους αποτελεσματικότητας: τον προκαταρκτικό έλεγχο (prospective test) που διεξάγεται στην αρχή της αντιστάθμισης, με στόχο να αποδείξει ότι η σχέση θα είναι αποτελεσματική σε μελλοντικές περιόδους και τον αναδρομικό έλεγχο (retrospective test), που πραγματοποιείται στις ημερομηνίες δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων. Ο στόχος του είναι να δείξει αν κατά την παρελθούσα περίοδο η σχέση αντιστάθμισης ήταν αποτελεσματική, ώστε να εφαρμοστεί η λογιστική αντιστάθμισης.<sup>3</sup>

Αντιθέτως, μια αντιστάθμιση δεν είναι πλήρως αποτελεσματική, όταν το μέσο αντιστάθμισης και το αντισταθμισμένο στοιχείο εκφράζονται σε διαφορετικά νομίσματα των οποίων οι ισοτιμίες δεν μεταβάλλονται από κοινού, έχουν διαφορετικές λήξεις, γίνεται χρήση των τιμών των εμπορευμάτων σε διαφορετικές αγορές και τέλος η εύλογη αξία είναι διαφορετική του μηδενός για το μέσο αντιστάθμισης κατά την έναρξη της αντιστάθμισης. Επίσης, μια αντιστάθμιση επιτοκιακού κινδύνου μέσω ενός παραγώγου δεν θα ήταν πλήρως αποτελεσματική, όταν μέρος της μεταβολής της εύλογης αξίας του παραγώγου οφείλεται στον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλόμενου.

Το πρότυπο αναφέρει τρεις τύπους σχέσεων αντιστάθμισης για τους οποίους προβλέπει και τον ανάλογο λογιστικό χειρισμό και αναλύονται λεπτομερειακά στην συνέχεια του κεφαλαίου.

### 7.3.1 Αντιστάθμιση της εύλογης αξίας

Εδώ αναφερόμαστε στην διαδικασία αντιστάθμισης της έκθεσης στη διακύμανση της εύλογης αξίας αναγνωρισμένου περιουσιακού στοιχείου ή υποχρέωσης ή μη αναγνωρισμένης βέβαιης δέσμευσης ή μέρος αυτών που οφείλεται σε συγκεκριμένο κίνδυνο και θα μπορούσε να επηρεάσει τα αποτελέσματα. Π.χ. μεταβολές σε επιτόκια ή συναλλαγματική ισοτιμία ενός δανείου με σταθερό επιτόκιο.

Σχετικά με τον λογιστικό χειρισμό αυτής της κατηγορίας επισημαίνεται ότι οι διαφορές που προκύπτουν κατά την αποτίμηση του μέσου αντιστάθμισης μεταφέρονται απευθείας στα αποτελέσματα. Κατά τον ίδιο τρόπο οι προκύπτουσες διαφορές από την αποτίμηση του αντισταθμιζόμενου στοιχείου μεταφέρονται επίσης στα αποτελέσματα χρήσεως. Αν πάλι το αντισταθμιζόμενο μέσο αποτιμάται με μια διαφορετική μέθοδο αποτίμησης (για παράδειγμα στο αναπόσβεστο κόστος), θα

πρέπει πλέον να γίνεται η αποτίμηση του σχετικά μόνο με τον αντισταθμιζόμενο κίνδυνο στην εύλογη αξία, με μεταφορά της διαφοράς στα αποτελέσματα χρήσεως. Το ίδιο συμβαίνει και αν το αντισταθμιζόμενο μέσο αποτιμάται στην εύλογη αξία με μεταφορά της διαφοράς στην καθαρή θέση και συνεπώς οποιαδήποτε διαφορά προκύπτει σχετικά μόνο με τον αντισταθμιζόμενο κίνδυνο να μεταφέρεται στα αποτελέσματα χρήσης. Ακολουθεί σχετικό παράδειγμα για την καλύτερη κατανόηση των όσων αναφέρθηκαν.

### **Παράδειγμα Αντιστάθμισης της Εύλογης Αξίας με τη χρήση Προθεσμιακού Συμβολαίου**

Η επιχείρηση Α έχει μια σύμβαση για να αγοράσει 100 χιλιάδες ουγκιές αργύρου από την επιχείρηση Β με 4,99€ ανά ουγγιά στις 31 Δεκεμβρίου 20X1 . Αν η Α δεν αγοράσει το ασήμι από την Β, θα πρέπει να καταβάλει σε αυτήν ένα σημαντικό πρόστιμο της τάξης των 300.000 ευρώ ( δηλαδή , η σύμβαση μεταξύ της Α και της Β αποτελεί μια βέβαιη δέσμευση ) . Η Α ασχολείται με τις διακυμάνσεις της τιμής του αργύρου κατά τη διάρκεια της περιόδου δέσμευσης και ως εκ τούτου, για να καλυφθεί έναντι των διακυμάνσεων στην εύλογη αξία της δέσμευσης της εταιρείας που οφείλονται σε μεταβολές στην τιμή αγοράς του αργύρου , η Α αγοράζει ένα OTC(over the counter) προθεσμιακό συμβόλαιο ασημιού την 1η Ιουλίου 20X1 , που θα αποπληρωθεί στις 31 Δεκεμβρίου 20X1. Το προθεσμιακό συμβόλαιο απαιτεί η Α να πουλήσει 100.000 ουγκιές αργύρου με 4,99€ ανά ουγγιά. Το προθεσμιακό συμβόλαιο έχει οριστεί ως αντιστάθμιση εύλογης αξίας της δέσμευσης της εταιρείας Α να αγοράσει 100.000 ουγκιές αργύρου από την εταιρεία Β σε έξι μήνες. .

Οι σχετικές τιμές σε κάθε ημερομηνία έχουν ως εξής:

	<b>Spot τιμή</b>	<b>Forward τιμή</b>	<b>Εύλογη αξία</b>
1.07.20X1	5.00€	4.99€	€ --
30.9.20X1	4.98	4.95	3,960
31.12.20X1	5.10	--	(11,000)

Οι μεταβολές στην εύλογη αξία του προθεσμιακού συμβολαίου είναι ( κέρδος και (ζημία)):

- 30.9.20X1 3,960€
- 31.12.20X1 (14,960)

Το προθεσμιακό συμβόλαιο εξοφλείται στις 31.12.20X1 από την Α πληρώνοντας 11,000€ ((100,000)\*(5.10-4.99)).

Οι ημερολογιακές εγγραφές που στις 30 Σεπτεμβρίου 20X1 θα είναι ως εξής:

1. Χρέωση	Προθεσμιακό συμβόλαιο	3,960€
Πίστωση	Μη πραγματοποιηθέν κέρδος επί προθεσμιακών συμβολαίων	3,960
2. Χρέωση	Μη πραγματοποιηθέν κέρδος επί προθεσμιακών συμβολαίων	3,960
Πίστωση	Υποχρεώσεις	3,960

Οι ημερολογιακές εγγραφές που στις 31 Δεκεμβρίου 20X1 θα είναι ως εξής:

1. Χρέωση	Μη πραγματοποιηθέν κέρδος επί προθεσμιακών συμβολαίων	14,960
Πίστωση	Προθεσμιακό συμβόλαιο	14,960
2. Χρέωση	Υποχρεώσεις	14,960
Πίστωση	Μη πραγματοποιηθέν κέρδος επί προθεσμιακών συμβολαίων	14,960
3. Χρέωση	Προθεσμιακό συμβόλαιο	11,000
Πίστωση	Ταμείο	11,000
4. Χρέωση	Αποθέματα αργυρού	510,000
Πίστωση	Ταμείο	499,000
	Υποχρεώσεις	11,000

Δεδομένου ότι οι τιμές ασημιού αυξήθηκαν, η Α πραγματοποίησε κέρδος ύψους 11,000€ για τη βέβαιη δέσμευση με την εταιρία Β. Αυτό το κέρδος αντισταθμίστηκε από την απώλεια 11,000€ για το προθεσμιακό συμβόλαιο και ως εκ τούτου, ακόμη και αν η Α κατέβαλε 499,000 για την τιμή της σύμβασης του αργυρού, το απόθεμα καταγράφηκε κατά στην τρέχουσα τιμή αγοράς στα 510.000 δηλαδή, την τιμή αγοράς συν την εύλογη αξία της βέβαιης δέσμευσης.

### 7.3.2 Αντιστάθμιση ταμιακών ροών

Σε αυτή την κατηγορία αντιστάθμισης γίνεται λόγος για αντιστάθμιση της έκθεσης στη μεταβλητότητα των ταμιακών ροών που i) αποδίδεται σε συγκεκριμένο κίνδυνο που σχετίζεται με αναγνωρισμένο περιουσιακό στοιχείο ή υποχρέωση (όπως το σύνολο ή μέρος κάποιων μελλοντικών καταβολών τόκων χρέους κυμαινόμενου επιτοκίου) ή μια πολύ πιθανή προσδοκώμενη συναλλαγή και ii) θα μπορούσε να επηρεάσει τα αποτελέσματα.

Ως προς τον λογιστικό χειρισμό ισχύουν τα εξής: το αντισταθμιζόμενο μέσο είτε αποτιμάται στο αναπόσβεστο κόστος, είτε αποτιμάται στην εύλογη αξία μέσω της καθαρής θέσης δεν προκύπτουν διαφορές. Το μέρος των κερδών ή των ζημιών που προκύπτει από το μέσο αντιστάθμισης (συνήθως παράγωγο) το οποίο είναι αποτελεσματικό και αποτιμάται στην εύλογη αξία μεταφέρεται απευθείας στην καθαρή θέση. Στη συνέχεια παρατίθεται και το ανάλογο παράδειγμα.

### **Παράδειγμα Αντιστάθμισης Ταμειακών Ροών με τη χρήση Προθεσμιακού Συμβολαίου Συναλλάγματος**

Υποθέτουμε ότι μια εμπορική εταιρεία του Ηνωμένου Βασιλείου τον Οκτώβριο του 2005, λαμβάνει εντολή από έναν ισπανό πελάτη, που αναμένεται να την εκπληρώσει στις αρχές Ιανουαρίου του 2006. Ο πελάτης θα πληρώσει σε ευρώ, και η εταιρεία αναμένει να λάβει € 1.500.000 στα τέλη Ιανουαρίου. Για το λόγο αυτό επιθυμεί να αντισταθμίσει τον επακόλουθο κίνδυνο συναλλάγματος που είναι πιθανός να συμβεί σε αυτήν την μελλοντική συναλλαγή.

Η εταιρεία αγοράζει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο συναλλάγματος στις 15 Οκτωβρίου με σκοπό την πώληση αυτού έναντι 1.500.000€ στις 15 Ιανουαρίου του 2006, ορίζοντας τις ταμειακές ροές ως το αντισταθμιζόμενο στοιχείο και το προθεσμιακό συμβόλαιο ως το μέσο αντιστάθμιση. Η διοίκηση της εταιρίας προετοιμάζει την τεκμηρίωση της αντιστάθμισης και την αξιολογεί μελλοντικά και σχεδόν 100% αποτελεσματικά (να σημειωθεί πως η αντιστάθμιση δεν είναι απόλυτα αποτελεσματική, διότι δεν είναι βέβαιο ότι η συναλλαγή θα συμβεί στην ίδια ημερομηνία κατά την οποία λήγει το προθεσμιακό συμβόλαιο).

Στις 31 Δεκεμβρίου 2005, η στερλίνα ενισχύθηκε έναντι του ευρώ και το προθεσμιακό συμβόλαιο έχει αυξημένη εύλογη αξία κατά το ποσό των 50,000£. Η εταιρεία αξιολογεί την αντιστάθμιση ως 102 % αποτελεσματική, που σημαίνει ότι η αύξηση της εύλογης αξίας κατά 50.000£ στο μέσο αντιστάθμισης θα πρέπει να συνδυαστεί με μείωση 49.000£ στην εύλογη αξία των ταμειακών ροών.

Το αποτελεσματικό μέρος της αντιστάθμισης – το ποσό των 49,000£ που προσαυξάνουν την εύλογη αξία - πιστώνεται στα ίδια κεφάλαια ως το μικρότερο από το συνολικό κέρδος του μέσου αντιστάθμισης και της συνολικής μεταβολή της εύλογης αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών. Το αναποτελεσματικό μέρος – των 1,000£- πιστώνεται στα αποτελέσματα χρήσης. Οι λογιστικές εγγραφές θα είναι οι εξής:

1. Χρέωση Προθεσμιακό Συμβόλαιο Συναλλάγματος	50.000£
Πίστωση Ιδία Κεφάλαια	49,000
Αποτελέσματα χρήσης	1,000



Στις 10 Ιανουαρίου 2006 - λίγο νωρίτερα από ό, τι αναμενόταν - η εταιρεία λαμβάνει τα έσοδα από τις πωλήσεις ποσού 1.500.000€. Διακόπτει λοιπόν το προθεσμιακό συμβόλαιο συναλλάγματος, το οποίο έχει μια εύλογη αξία ποσού 52.000£ κατά την ημερομηνία αυτή, λαμβάνοντας 52.000£ σε μετρητά κατά τη λήξη αυτή. Μέχρι τις 10 Ιανουαρίου η αντιστάθμιση εκτιμήθηκε ως αποτελεσματική 100%.

Η εύλογη αξία της αντιστάθμισης έχει αυξηθεί κατά 2.000£. Ωστόσο, η αντιστάθμιση είναι πλέον πλήρως αποτελεσματική και συνεπώς το συνολικό ποσό των ιδίων κεφαλαίων πρέπει να αντικατοπτρίζει το ποσό των 52,000£ στην αύξηση της εύλογης αξίας. Αυτό σημαίνει ότι οι λογιστικές εγγραφές είναι :

2. Χρέωση Προθεσμιακό Συμβόλαιο Συναλλάγματος	2,000£
Αποτελέσματα χρήσης	1,000
Πίστωση Ιδία Κεφάλαια	3,000

Στις 10 Ιανουαρίου 2006 η προβλεπόμενη συναλλαγή λαμβάνει χώρα, με αποτέλεσμα η συνολική εύλογη αξία στα ίδια κεφάλαια να πρέπει να αντικατασταθεί στα αποτελέσματα χρήσης. Οι λογιστικές εγγραφές είναι :

3. Χρέωση Ιδία Κεφάλαια	52,000£
Πίστωση Αποτελέσματα χρήσης	52,000
4. Χρέωση Ταμείο	52,000£
Πίστωση Προθεσμιακό Συμβόλαιο Συναλλάγματος	52,000

Το καθαρό αποτέλεσμα του κέρδους από το προθεσμιακό συμβόλαιο συναλλάγματος ποσού 1.000£ καταχωρείται στα αποτελέσματα στις 31 Δεκεμβρίου 2005 και τα υπόλοιπα 51.000£ στις 31 Δεκεμβρίου 2006.

### 7.3.3 Αντιστάθμιση καθαρής επένδυσης σε εκμετάλλευση στο εξωτερικό

Στην αντιστάθμιση αυτής της μορφής επιδιώκεται ο συμψηφισμός ή η εξάλειψη των συναλλαγματικών κινδύνων από μια επένδυση σε θυγατρική του εξωτερικού με τη χρήση των χρηματοοικονομικών μέσων. Οι επιχειρήσεις που έχουν τις δραστηριότητες του στο εξωτερικό διατρέχουν σοβαρό κίνδυνο η αξία της επένδυσης τους να χαθεί, εξαιτίας της διαφορετικότητας του ξένου νομίσματος σε σχέση με την μητρική εταιρία και την πιθανότητα υποτίμησης αυτού.

Ο λογιστικός χειρισμός που προβλέπεται σε αυτή την περίπτωση αναφέρει πως το πόσο που εμπίπτει μέσα στο αποδεκτό εύρος της αποτελεσματικότητας τόσο για τον αντισταθμιζόμενο στοιχείο όσο και για το μέσο αντιστάθμισης μεταφέρεται

στην καθαρή θέση. Διαφορετικά, αν η αντιστάθμιση δεν είναι τέλεια και υπάρξει υπέρβαση του ποσού αυτού μεταφέρεται στα αποτελέσματα. Στη συνέχεια ακολουθεί σχετικό παράδειγμα και έπειτα ένα διάγραμμα που παρουσιάζει τον λογιστικό χειρισμό των αποτελεσμάτων και στις τρεις παραπάνω περιπτώσεις.

### Παράδειγμα Αντιστάθμισης επένδυσης σε εταιρεία στο εξωτερικό

Η Α.Ε. «ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ» έχει μια επένδυση σε μια θυγατρική στην Αγγλία, από 2.000.000 λίρες. Την 1<sup>η</sup> Οκτωβρίου 2005 η Α.Ε. συνάπτει μια προθεσμιακή σύμβαση ξένου νομίσματος για να πουλήσει τις 2.000.000 λίρες την 1<sup>η</sup> Απριλίου 2006 και να εισπράξει ευρώ. Η Α.Ε. επανεξετάζει το υπόλοιπο της καθαρής επένδυσης κάθε τρίμηνο και προσαρμόζει την αντιστάθμιση στην αξία της καθαρής επένδυσης. Η Α.Ε. έχει πρόθεση να ανανεώνει κάθε φορά το προθεσμιακό συμβόλαιο κατά την λήξη του, μέχρις ότου πουλήσει την επένδυση της στην θυγατρική.

	Ισοτιμία ημέρας λίρας/ευρώ	Ισοτιμία προθεσμιακή λίρας/ευρώ	Εύλογη αξία προθεσμιακού συμβολαίου ευρώ
1.10.2005	1,91	1,09	-
31.10.2005	1,84	1,83	137.200
31.03.2006	1,80	1,80	200.000

Το προεξόφλημα στο προθεσμιακό συμβόλαιο κατά το χρόνο σύναψης αυτού είναι 20.000. Αν όλες οι προϋποθέσεις αντιστάθμισης λογιστικής πληρούνται, οι λογιστικές εγγραφές σε ευρώ έχουν ως εξής:

#### 31.12.2005

1. Χρέωση	Παράγωγο(αποτίμηση)	137.200
	Αποτελέσματα χρήσεως	2.800
	(μη πραγματοποιηθείσα ζημία από συναλλαγματικές διαφορές)	
Πίστωση	Καθαρή θέση(κέρδος αντιστάθμισης)	140.000
Αιτιολογία: Απεικόνιση μεταβολής εύλογης αξίας προθεσμιακού συμβολαίου		

2. Χρέωση	Καθαρή θέση(ζημία αποτίμησης)	140.000
Πίστωση	Επένδυση στη θυγατρική	140.000
Αιτιολογία: Απεικόνιση μεταβολής εύλογης αξίας επένδυσης στη θυγατρική		

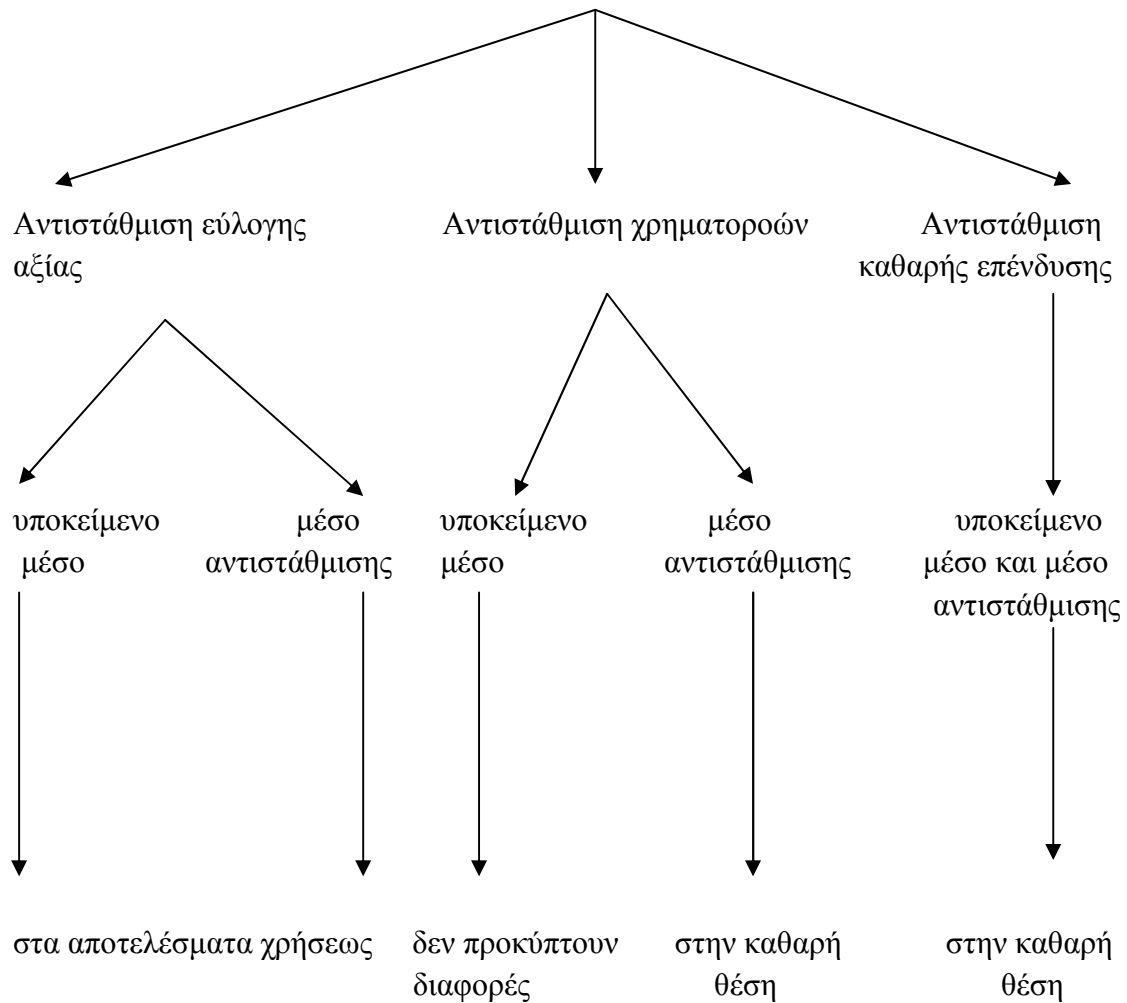
#### 31.3.2006

1. Χρέωση	Παράγωγο(αποτίμηση)	62.800
	Αποτελέσματα χρήσεως	17.200
Πίστωση	Καθαρή θέση(κέρδος αντιστάθμισης)	80.000
Αιτιολογία: Απεικόνιση μεταβολής εύλογης αξίας προθεσμιακού συμβολαίου		

2. Χρέωση Καθαρή θέση(ζημία αποτίμησης)	80.000
Πίστωση Επένδυση στη θυγατρική	80.000
Αιτιολογία: Απεικόνιση μεταβολής εύλογης αξίας επένδυσης στη θυγατρική	
3. Χρέωση Διαθέσιμα	200.000
Πίστωση Παράγωγο	200.000
Αιτιολογία: Διακανονισμός προθεσμιακού συμβολαίου	

Το κέρδος στην αντισταθμιστική συναλλαγή, δηλαδή το ποσό των 200.000 ευρώ (140.000+80.000), θα παραμείνει στην καθαρή θέση, μέχρις ότου διατεθεί η επένδυση στη θυγατρική. Η χρονική αξία του προεξοφλήματος από την εκτίμηση της αντισταθμιστικής αποτελεσματικότητας εξαιρέθηκε και αυτό γιατί δεν υπάρχει αναποτελεσματικότητα, αν το τεκμαρτό ποσό του προθεσμιακού συμβολαίου είναι το ίδιο, όπως η αξία της επένδυσης στη θυγατρική.<sup>9</sup>

## ΧΕΙΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ



Σχήμα 6. Χειρισμός αποτελεσμάτων στη λογιστική αντιστάθμισης

Πηγή: Λογιστική Τραπεζών και Εταιρειών Leasing & Factoring, Γεώργιος Κόντος, Αθήνα, 2010, σελ.584

### 7.4 Μέθοδοι μέτρησης της αποτελεσματικότητας της αντιστάθμισης

Οι πιο συνηθισμένοι **μέθοδοι μέτρησης** της αποτελεσματικότητας είναι οι παρακάτω:

- Σύγκριση βασικών όρων (critical terms comparison)
- Dollar offset method
- Ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis)

**Η μέθοδος της σύγκρισης των βασικών όρων** βασίζεται στην σύγκριση των βασικών όρων του μέσου αντιστάθμισης με εκείνους του αντισταθμιζόμενου στοιχείου. Όταν όλοι οι κύριοι όροι του μέσου αντιστάθμισης και του αντισταθμιζόμενου στοιχείου όπως: η ονομαστική αξία, η ημερομηνία έναρξης, η ημερομηνία λήξης, βάση υπολογισμού τόκων κλπ. ταυτίζονται απόλυτα, οι μεταβολές στην εύλογη αξία ή στις χρηματοροές οι οποίες οφείλονται στον αντισταθμιζόμενο κίνδυνο συμψηφίζονται πλήρως, τόσο κατά την έναρξη της αντιστάθμισης όσο και κατά τη διάρκεια μέχρι τη λήξη. Αυτή η μέθοδος εφαρμόζεται σε περιορισμένες περιπτώσεις, δεν απαιτεί υπολογισμούς και για αυτό το λόγο αποτελεί τον πιο απλό τρόπο να αποδείξει κανείς ότι μια σχέση αντιστάθμισης αναμένεται να είναι άκρως αποτελεσματική.

Η *dollar offset method* είναι μια απολογιστική ποσοτική μέθοδος η οποία προϋποθέτει τη σύγκριση της μεταβολής στην εύλογη αξία ή στις χρηματοροές του μέσου αντιστάθμισης, με τη μεταβολή στην εύλογη αξία ή στις χρηματοροές του αντισταθμιζόμενου στοιχείου. Ανάλογα με την πολιτική διαχείρισης του κινδύνου της κάθε εταιρίας, αυτή η μέθοδος μπορεί να εφαρμοστεί είτε σωρευτικά, είτε για κάθε περίοδο ξεχωριστά.

Τέλος, **η ανάλυση παλινδρόμησης** είναι μια στατιστική μέθοδος που ερευνά τη δύναμη της σχέσης μεταξύ του αντισταθμιζόμενου στοιχείου και του μέσου αντιστάθμισης. Εκφράζει το βαθμό στον οποίο οι μεταβολές στην αξία του αντισταθμιζόμενου στοιχείου σχετίζονται με τις μεταβολές στην αξία του μέσου αντιστάθμισης. Με άλλα λόγια, προσδιορίζει εάν οι μεταβολές στον αντισταθμιζόμενο στοιχείο και στο μέσο αντιστάθμισης συσχετίζονται και σε πιο βαθμό.<sup>3</sup>

## 7.5 Διακοπή της Λογιστικής Αντιστάθμισης

Όπως ορίζει το Δ.Λ.Π. 39 μια σχέση αντιστάθμισης παύει να υφίσταται, όταν ακολουθούν οι εξής συνθήκες για κάθε κατηγορία αντιστάθμισης ξεχωριστά:

### A) Αντιστάθμιση της εύλογης αξίας

Η οικονομική οντότητα διακόπτει τη λογιστική αντιστάθμιση εάν:

- το αντισταθμιστικό χρηματοοικονομικό μέσο εκπνεύσει ή πωληθεί, διακοπεί ή ασκηθεί.
- η αντιστάθμιση δεν πληροί εφεξής τα κριτήρια εφαρμογής της αντισταθμιστικής λογιστικής.
- η οικονομική οντότητα ανακαλέσει τη σχέση αντιστάθμισης.<sup>26</sup>

Σε περίπτωση διακοπής της σχέσης αντιστάθμισης ο λογιστικός χειρισμός που απαιτείται από το πρότυπο προβλέπει τα εξής:

- στην περίπτωση που το αντισταθμιζόμενο μέσο αποτιμάται με τη μέθοδο του πραγματικού επιτοκίου, το κέρδος ή η ζημία με το οποίο έχει προσαρμοστεί η λογιστική αξία του στοιχείου αποσβένεται μέσω της μεθόδου του πραγματικού επιτοκίου και κατά συνέπεια το πραγματικό επιτόκιο του στοιχείου επαναυπολογίζεται.
- στην περίπτωση που το αντισταθμιζόμενο στοιχείο είναι μη τοκοφόρο, η συσσωρευτική προσαρμογή της αξίας του, μέχρι τη λήξη της σχέσης της αντιστάθμισης, παραμένει ως μέρος της λογιστικής αξίας του στοιχείου και λαμβάνεται υπόψη στον υπολογισμό του κέρδους ή της ζημίας από την τυχόν μεταγενέστερη πώληση του ή για τον προσδιορισμό της απομείωσης της αξίας του.<sup>3</sup>

### *B) Αντιστάθμιση ταμειακών ροών*

Μια σχέση αντιστάθμισης των ταμειακών ροών οφείλει να διακοπεί όταν συντρέχουν οι εξής λόγοι:

- το μέσο αντιστάθμισης εκπνεύσει ή πωληθεί, διακοπεί ή ασκηθεί. Στην περίπτωση αυτή, το συσσωρευμένο κέρδος ή η ζημία από το μέσο αντιστάθμισης που συνεχίζει να αναγνωρίζεται απευθείας στα ίδια κεφάλαια, κατά το χρόνο που η αντιστάθμιση ήταν ενεργός, αναγνωρίζεται διακεκριμένα στα ίδια κεφάλαια μέχρις ότου πραγματοποιηθεί η προσδοκώμενη συναλλαγή.
- η αντιστάθμιση δεν πληροί εφεξής τις προϋποθέσεις εφαρμογής της αντισταθμιστικής λογιστικής και συνεπώς όπως και προηγουμένως το συσσωρευμένο κέρδος ή η ζημία από το μέσο αντιστάθμισης που συνεχίζει να αναγνωρίζεται απευθείας στα ίδια κεφάλαια, κατά το χρόνο που η αντιστάθμιση ήταν ενεργός, αναγνωρίζεται διακεκριμένα στα ίδια κεφάλαια μέχρις ότου πραγματοποιηθεί η προσδοκώμενη συναλλαγή.
- η οικονομική οντότητα ανακαλέσει τη σχέση αντιστάθμισης. Για αντισταθμίσεις μιας προσδοκώμενης συναλλαγής, το συσσωρευμένο κέρδος ή η ζημία από το μέσο αντιστάθμισης που συνεχίζει να αναγνωρίζεται απευθείας στα ίδια κεφάλαια, κατά το χρόνο που η αντιστάθμιση ήταν ενεργός, αναγνωρίζεται διακεκριμένα στα ίδια κεφάλαια μέχρις ότου πραγματοποιηθεί η προσδοκώμενη συναλλαγή ή δεν αναμένεται πλέον να συμβεί. Αν η συναλλαγή δεν αναμένεται πλέον να συμβεί, το συσσωρευμένο κέρδος ή ζημία που είχε αναγνωρισθεί απευθείας στα ίδια κεφάλαια αναγνωρίζεται στα αποτελέσματα.
- Η προσδοκώμενη συναλλαγή δεν αναμένεται πλέον να συμβεί, οπότε το κάθε σχετικό συσσωρευμένο κέρδος ή ζημία από το μέσο αντιστάθμισης που συνεχίζει να αναγνωρίζεται απευθείας στα ίδια κεφάλαια, από το χρόνο που η αντιστάθμιση ήταν ενεργός, αναγνωρίζεται στα αποτελέσματα. Μια προσδοκώμενη συναλλαγή που δεν είναι πλέον πολύ πιθανή μπορεί να συνεχίσει να αναμένεται να συμβεί.<sup>26</sup>

### *Γ) Αντιστάθμιση καθαρής επένδυσης*

Ο λογιστικός χειρισμός της αντιστάθμισης της καθαρής επένδυσης είναι παρόμοιος με εκείνον που εφαρμόζεται στην αντιστάθμιση ταμειακών ροών. Στις περιπτώσεις που η σχέση αντιστάθμισης διακόπτεται, το ποσό που έχει καταχωρηθεί απευθείας στην καθαρή θέση, μεταφέρεται στα αποτελέσματα εξ ολοκλήρου με την πώληση της επένδυσης ή αναλογικά στις περιπτώσεις μερικής ρευστοποίησης, με τις οποίες παύει να υφίσταται έλεγχος της οικονομικής μονάδας του εξωτερικού.<sup>3</sup>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να αποτελέσει το έναυσμα στον αναγνώστη της για την βαθύτερη κατανόηση και μελέτη του «κόσμου» των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η σχολαστική μελέτη τόσο της θεωρίας όσο και των επίσημων, ποικίλων δημοσιευμένων απόψεων για τα παράγωγα προϊόντα αποδεικνύουν ότι πρόκειται για ένα θέμα που εγείρει το παγκόσμιο ενδιαφέρον των αγορών και που αναντίρρητα θα εξακολουθεί να χρήζει ερευνητικού ενδιαφέροντος και στο μέλλον.

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποτελούν, όπως είναι εμφανές σε όλο το εύρος της εργασίας, χρήσιμα εργαλεία για τους συμμετέχοντες στις αγορές αυτών που αποσκοπούν στην μείωση του ρίσκου, την αντιστάθμιση του κινδύνου των επιχειρηματικών τους προσπαθειών και στην αποκόμιση σημαντικών κερδών. Φυσικά, μιας τέτοιας μορφής εργαλεία χαρακτηρίζονται ως «δίκωπα μαχαίρια» ανάλογα με τον τρόπο που αντιμετωπίζονται από εκείνους που τα μελετούν και τα χρησιμοποιούν. Έτσι λοιπόν, οι οικονομολόγοι θεωρούν ότι πρόκειται για εξαιρετικά εφόδια στην διαχείριση των επενδυτικών κινδύνων, οι dealers βλέπουν σ' αυτά έναν ακόμη τρόπο για την είσπραξη της διαφοράς μεταξύ αγοράς και πώλησης ενός προϊόντος, ενώ οι ρισκοκίνδυνοι παίκτες και οι κερδοσκόποι τα αντικρίζουν ως ένα αποδοτικό μέσο πραγματοποίησης κερδών.

Στην προσπάθειά μας να καταγράψουμε όλα τα προαναφερθέντα αναλύουμε με έναν λεπτομερειακό τρόπο τα είδη των παραγώγων που συναντώνται στις αγορές διαπραγμάτευσης τους, ξεκινώντας από το παρελθόν και φτάνοντας έως στο σήμερα. Οι βιβλιογραφικές αναφορές επί του θέματος απαντώνται σε επιστημονικά συγγράμματα, βιβλία και άρθρα, ενώ ταυτόχρονα επιχειρείται η προσπάθεια να δοθεί ο ορισμός και η λογιστική αντιμετώπιση αυτών υπό το πρίσμα των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων. Παράλληλα, καταγράφονται τα είδη των κινδύνων που πλήττουν την αγορά και ο τρόπος διαχείρισης αυτών από τους επενδυτές.

Η εκτενής αναφορά στην έννοια της αντιστάθμισης κρίνεται σκόπιμη και αναγκαία, λαμβανομένης υπόψη της στρατηγικής σημασίας των παραγώγων στην καθημερινή πρακτική της χρηματοοικονομικής διαχείρισης των κινδύνων από πλευράς των επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα, η παράθεση της έννοιας των αντισταθμιστικών κεφαλαίων και της λειτουργίας αυτών έρχεται να συμπληρώσει την πολυδιάστατη κατηγορία του όρου της αντιστάθμισης.

Το λογιστικό πλαίσιο αντιμετώπισης των χρηματοοικονομικών παραγώγων δίνεται μέσα από το κατατοπιστικό και περιεκτικό μεν, αλλά πολύπλοκο και δυσνόητο δε, Δ.Λ.Π. 39 το οποίο καθορίζει την λογιστικοποίησή τους με την βέλτιστη πρακτική, ώστε να διασφαλιστεί το γεγονός ότι η αγορά των παραγώγων είναι εξοπλισμένη με τα κατάλληλα μέσα που εγγυώνται υψηλό επίπεδο αξιοπιστίας



και προστασίας. Τέλος, στο παράρτημα της εργασίας δίνονται οι νόμοι που βρίσκονται σε ισχύ βάσει του φορολογικού καθεστώτος της χώρας μας αναφορικά με την αντιμετώπιση των παραγώγων προϊόντων.

Συνοψίζοντας, αυτό που προτείνεται για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων και την αποφυγή σημαντικών απωλειών σε αυτές είναι η επαρκής κατανόηση αυτών, η ανάληψη κινδύνων σε λογική βάση μακριά από υπερβολές και ακρότητες, τα κατάλληλα συστήματα ελέγχου, μέτρησης, προσδιορισμού και η συνεχής και απρόσκοπτη επίβλεψη των αγορών. Επιπρόσθετα, προτείνεται μια εμπειρική προσέγγιση σε όσα παρουσιάστηκαν με στόχο την καλύτερη εμπέδωση και κατανόηση της έννοιας των παραγώγων προϊόντων.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **Ελληνική βιβλιογραφία**

- 1) Βασιλείου Δημήτριος, Ηρειώτης Νικόλαος (2009), Ανάλυση επενδύσεων και διαχείριση χαρτοφυλακίου, Εκδόσεις Rosili, Αθήνα.
- 2) Παπούλιας Γεώργιος (1998), Παράγωγα (Derivatives), Εκδόσεις Γεώργιος Παπούλιας, Αθήνα.
- 3) Κόντος Γεώργιος (2010), Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών Leasing & Factoring, Εκδόσεις Διπλογραφία, Αθήνα.
- 4) Μυλωνάς Θ. Νικόλαος (2005), Αγορές και Προϊόντα Παραγώγων, Εκδόσεις Γεώργιος Δαρδάνος, Αθήνα.
- 5) Αγγελόπουλος Χρ. Παναγιώτης (2011), Εισαγωγή στα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.
- 6) Δημητρόπουλος Π. (1999), Τα Παράγωγα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο, Εκδόσεις Φυκίρης, Αθήνα.
- 7) Μαλινδρέτου Π.Β.(2002), Σύγχρονα χρηματοοικονομικά παράγωγα, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα.
- 8) Κεφαλληναίος Νικόλαος (2008), Τα Hedge Funds και οι Στρατηγικές τους, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα.
- 9) Πρωτοψάλτης Γ. Νικόλαος (2008), Αντιστάθμιση & Λογιστική Αντιστάθμισης σύμφωνα με το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 39, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα.

### **Ξένη βιβλιογραφία**

- 10) Christopher Geczy, Bernadette A. Minton, Catherine Schrand (1997), Why Firms Use Currency Derivatives, The Journal of Finance, Vol. 52, Issue 4, pp.1323-1354.
- 11) Gerald D. Gay and Jouahn Nam (1998), The Underinvestment Problem and Corporate Derivatives Use, Financial Management, Vol. 27, No. 4, pp. 53-69.

- 12) Hentschel L. and C. Smith Jr. (1995), Controlling Risks in Derivatives Markets, *Journal of Financial Engineering*, pp. 101-126.
- 13) Stulz, Rene M. (2004), Should We Fear Derivatives?, *Journal of Economic Perspectives*, pp. 173-192.
- 14) Tim R. Adam (2002), Do Firms Use Derivatives to Reduce their Dependence on External Capital Markets?, *European Finance Review*, pp. 163-187.
- 15) Ludger Hentschel and S. P. Kothari (2001), Are Corporations Reducing or Taking Risks with Derivatives?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, Issue 01, pp 93-118.
- 16) Mark Broadie and Ashish Jain (2008), Pricing and Hedging Volatility Derivatives, *The Journal of Derivatives*, Vol. 15, No. 3, pp. 7-24.
- 17) Robert R. Bliss and George G. Kaufman (2006), Derivatives and systemic risk: Netting, collateral, and closeout, *Journal of Financial Stability*, Vol. 2, Issue 1, pp. 55-70.
- 18) Fischer Black and Myron Scholes (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No 3, pp. 637-654.
- 19) Wayne R. Guay (1999), The impact of derivatives on firm risk: An empirical examination of new derivative users, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, Issues 1-3, pp. 319-351.
- 20) Cummins D., Phillips R. & Smith S. (1998), The Rise of Risk Management, Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*.
- 21) Hull J. (2009), *Options, Futures & Other Derivatives*, Seventh Edition, Prentice Hall, New Jersey, USA.

### **Πηγές διαδικτύου**

- 22) [www.adex.ase.gr](http://www.adex.ase.gr)
- 23) [www.derivatives.gr](http://www.derivatives.gr)
- 24) [www.futuresandoptions.gr](http://www.futuresandoptions.gr)
- 25) [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
- 26) [www.taxheaven.gr](http://www.taxheaven.gr)
- 27) [www.capitalinvest.gr](http://www.capitalinvest.gr)

- 28) [www.news.kathimerini.gr](http://www.news.kathimerini.gr)
- 29) [www.tovima.gr](http://www.tovima.gr)
- 30) [www.marketbet.gr](http://www.marketbet.gr)

## **Αρθρογραφία**

- 31) <http://www.tovima.gr/relatedarticles/article/?aid=114556>, των Παπαϊωάννου Γ., Φραντζής Ν. (1999), Πως λειτουργεί η αγορά και ποιοι την ελέγχουν.
- 32) <http://www.tovima.gr/finance/finance-news/article/?aid=320081>, Τι είναι τα περίφημα CDS (2010).
- 33) [http://www.euro2day.gr/ftcom\\_gr/194/articles/656969/ArticleFTgr.aspx](http://www.euro2day.gr/ftcom_gr/194/articles/656969/ArticleFTgr.aspx), CDS: Τα σύγχρονα όπλα μαζικής καταστροφής (2011).
- 34) <http://www.capital.gr/News.asp?id=1762526> του Μαριόλη Κ. (2013), Η παγκόσμια «φούσκα» των παραγωγών.
- 35) [http://news.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_economy\\_1\\_12/02/2011\\_432312](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_12/02/2011_432312), 2011 των Ζοπουνίδη Κ., Δούμπος Μ.(2011), Παράγωγα προϊόντα και αγορές.

## **Νόμοι**

- 36) Νόμος 2238/1994
- 37) Νόμος 2190/1920

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

### ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α: Φορολογία Παραγώγων

#### ΠΑ.1 Φορολογική διαχείριση του κέρδους ή της ζημίας που προκύπτει από πράξεις επί παραγώγων χρηματιστηριακών προϊόντων

Η χρήση των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων (derivatives) επιτρέπεται στη χώρα μας με τα Π.Δ. 96/23.3.93 (ΦΕΚ Α΄ 42) και 104/14.5.94 (ΦΕΚ Α΄ 79) καθώς και τις πράξεις του Διοικητή της Τραπέζης της Ελλάδος 2303/94 και 2307/94 που κατήγγησαν, μεταξύ άλλων, τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων και θεμελίωσαν την απελευθέρωση της αγοράς συναλλάγματος.<sup>3</sup>

Στα εισοδήματα από παράγωγα προϊόντα ενεργείται παρακράτηση φόρου με συντελεστή 15%. Με τον νέο φορολογικό νόμο 3522/2006, τα κεφαλαιακά κέρδη από προϊόντα που αποτελούν αντικείμενα διαπραγμάτευσης στην αγορά παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή σε αλλοδαπό χρηματιστήριο παραγώγων ή σε άλλη οργανωμένη αγορά απαλλάσσονται από τον φόρο εισοδήματος για κέρδη που προκύπτουν από τις διαχειριστικές περιόδους που αρχίζουν από την 1η Ιανουαρίου 2007 και μετά.

Πιο συγκεκριμένα ισχύουν τα εξής: σύμφωνα με τον Νόμο 2238/1994 (Άρθρο 24 παρ.1 περ. η) *εισόδημα από κινητές αξίες* είναι αυτό που αποκτάται κάθε οικονομικό έτος από κάθε δικαιούχο κινητών οξιών και το οποίο προκύπτει από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, εφόσον ο δικαιούχος του εισοδήματος δεν είναι εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου του Ν. 3371/2005 (Α΄ 178) ή ΟΣΕΚΑ ή πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα. Ως *χρόνος απόκτησης του εισοδήματος* από τις ανωτέρω πράξεις παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων θεωρείται, για φορολογικούς λόγους η ημερομηνία λήξης της σύμβασης (άρθρο 26 παρ.8 του Ν.2238/94)

Σύμφωνα με το άρθρο 28 παρ.3 περ.θ του Ν.2238/94 θεωρείται ως *εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις* οι αποδόσεις από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων για τους επιτηδευματίες που τηρούν βιβλία τρίτης κατηγορίας του Κ.Β.Σ.

#### *Αντιμετώπιση κερδών παραγώγων προϊόντων*

Τα κεφαλαιακά κέρδη που αποκτούν ατομικές επιχειρήσεις και υπόχρεοι που αναφέρονται στην παράγραφο 4 του άρθρου 2 του Κ.Φ.Ε. και οι οποίοι τηρούν βιβλία

με τη διπλογραφική μέθοδο από συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα της περίπτωσης η΄ της παραγράφου 1 του άρθρου 24 του Κ.Φ.Ε., που διαπραγματεύονται στην αγορά παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή σε αλλοδαπό χρηματιστήριο παραγώγων ή σε άλλη οργανωμένη αγορά, απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος. Η απαλλαγή παρέχεται με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη εμφανίζονται σε λογαριασμό ειδικού αποθεματικού με προορισμό το συμψηφισμό ζημιών που τυχόν θα προκύψουν στο μέλλον από την ίδια αιτία. Σε περίπτωση διανομής ή διάλυσης της επιχείρησης, τα κέρδη αυτά φορολογούνται σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις.

#### *Αντιμετώπιση ζημιών παραγώγων προϊόντων*

Αν σε μια διαχειριστική περίοδο προκύψει ζημία από πώληση μετοχών, το τυχόν υπόλοιπο της ζημίας, που απομένει μετά το συμψηφισμό με τα εμφανιζόμενα στο ειδικό αποθεματικό κέρδη ή ολόκληρο το ποσό της ζημίας, αν δεν υφίσταται ειδικός λογαριασμός αποθεματικού, μεταφέρεται σε ειδικό λογαριασμό και δεν εκπίπτει από τα ακαθάριστα έσοδα της επιχείρησης. Το ποσό αυτό συμψηφίζεται με κέρδη που τυχόν θα προκύψουν στο μέλλον από πώληση μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Ειδικά, η ζημία που τυχόν προκύπτει κατά την απογραφή στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης από την αποτίμηση μετοχών και ομολογιών, σύμφωνα με τις διατάξεις της παραγράφου 5 του άρθρου 28 του Π.Δ. 186/1992, μεταφέρεται σε χρέωση των λογαριασμών Αποθεματικά από Χρεόγραφα, που εμφανίζονται στα βιβλία της επιχείρησης και τα οποία προέκυψαν είτε από την πώληση χρεογράφων σε τιμή ανώτερη της τιμής κτήσης τους, με βάση τις διατάξεις της παραγράφου 4 του άρθρου 10 του α.ν.148/1967 (ΦΕΚ 173 Α΄) είτε από την πώληση μετοχών, με βάση τις διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 38, είτε από την ανταλλαγή ή λήψη δωρεάν χρεογράφων, με βάση τις διατάξεις νόμων περί αναπροσαρμογής της αξίας ακινήτων. Σε περίπτωση που τα ποσά των αποθεματικών αυτών δεν επαρκούν να καλύψουν το ποσό της παραπάνω ζημίας, το τυχόν ακάλυπτο ποσό αυτής δεν εκπίπτει από τα ακαθάριστα έσοδα αλλά μεταφέρεται σε ειδικό λογαριασμό προκειμένου να συμψηφισθεί με τα ως άνω περιγραφόμενα αποθεματικά από χρεόγραφα που θα προκύψουν στο μέλλον.

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β: Ισχύουσα φορολογική νομοθεσία (Ν. 2238/94 Κύρωση του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος ΦΕΚ Α΄151/16-09-1994)<sup>36</sup>**

### **Άρθρο 24**

#### ***Εισόδημα κινητών αξιών***

1. Εισόδημα από κινητές αξίες είναι αυτό που αποκτάται κάθε οικονομικό έτος από κάθε δικαιούχο κινητών οξιών, το οποίο προκύπτει:

....

η) Από συμβάσεις ή πράξεις επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, εφόσον ο δικαιούχος του εισοδήματος δεν είναι εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου του Ν. 3371/2005 (Α΄ 178) ή ΟΣΕΚΑ ή πιστωτικό ή χρηματοδοτικό ίδρυμα. Ως παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα νοούνται τα χρηματοοικονομικά μέσα που ορίζονται στο άρθρο 5 του Ν.3606/2007 (Α΄ 195), καθώς και αυτά που καθορίζονται με πράξεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος. Για τους σκοπούς της περίπτωσης αυτής, ως παράγωγο χρηματοοικονομικό προϊόν θεωρείται και κάθε σύμβαση SWAP επί συναλλάγματος, ανεξάρτητα από το χρόνο σύναψής της, ως ενιαίας ή ως σύνολο επί μέρους συμβάσεων.

Ως παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα νοούνται και τα χρηματοοικονομικά μέσα που εκδίδει το Ελληνικό Δημόσιο, κατ' εφαρμογή προγράμματος συμμετοχής στην αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, η απόδοση των οποίων συνδέεται με το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ρήτρες Α.Ε.Π.). Όταν δικαιούχος του εισοδήματος των προϊόντων της παραγράφου αυτής είναι κάτοικος αλλοδαπής φυσικό ή νομικό πρόσωπο, το εισόδημα αυτό αποτελεί εισόδημα από κινητές αξίες.

\*\*\*Η περίπτωση η΄ της παρ. 1 του άρθρου 24 αντικαταστάθηκε με την παρ. 8 του άρθρου 2 του Ν. 4110/2013 (ΦΕΚ Α΄ 17/23-01-2013) και σύμφωνα με την περίπτωση α΄ της παρ. 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου ισχύει για τα εισοδήματα που αποκτώνται και τις δαπάνες που πραγματοποιούνται κατά περίπτωση, από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά.

### **Άρθρο 26**

#### ***Χρόνος απόκτησης εισοδήματος***

Χρόνος απόκτησης του εισοδήματος από κινητές αξίες θεωρείται:

....

8. Για τα εισοδήματα που αναφέρονται στην περίπτωση η' της παραγράφου 1 του άρθρου 24. ο χρόνος λήξης της σύμβασης. Κάθε ανανέωση ή παράταση της σύμβασης θεωρείται για την εφαρμογή της διάταξης αυτής ως νέα σύμβαση.

\*\*\* Η παράγραφος 8 του άρθρου 26 προστέθηκε με την παράγραφο 2 του άρθρου 16α του ν. 2459/1997 και ισχύει για εισοδήματα που αποκτώνται από τις 8 Ιανουαρίου 1997 και μετά, σύμφωνα με την παράγραφο 13 του ίδιου άρθρου και νόμου.

## **Άρθρο 54**

### ***Παρακράτηση φόρου στο εισόδημα από κινητές αξίες***

....

3. Στα μερίσματα που εισπράττει φυσικό πρόσωπο, κάτοικος Ελλάδας, από αλλοδαπή ανώνυμη εταιρεία ενεργείται παρακράτηση φόρου με συντελεστή δέκα τοις εκατό (10%). Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του δικαιούχου για τα πιο πάνω εισοδήματα.

\*\*\* Η παράγραφος 3 αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 3 του άρθρου 6 του ν. 4110/2013, και ισχύει για τα εισοδήματα που αποκτώνται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά, σύμφωνα με την περίπτωση α' της παραγράφου 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου.

5. Στα λοιπά εισοδήματα των άρθρων 24 και 25 ενεργείται παρακράτηση, έναντι του φόρου που αναλογεί, με συντελεστή είκοσι τοις εκατό (20%), επιφυλασσομένων των διατάξεων του άρθρου 12 του παρόντος

Εξαιρητικά, για αμοιβές μελών Διοικητικού Συμβουλίου και τόκους από ιδρυτικούς τίτλους και προνομιούχες μετοχές, που καταβάλλονται από 1.1.2009 και μετά και εκπίπτουν σύμφωνα με τις διατάξεις των περιπτώσεων α', β' και γ' της παραγράφου 6 του άρθρου 105 από τα ακαθάριστα έσοδα, καθώς και για τα εισοδήματα των παραγράφων 2 και 5 του άρθρου 25, ενεργείται παρακράτηση με συντελεστή σαράντα τοις εκατό (40%). Οι διατάξεις του προηγούμενου εδαφίου εφαρμόζονται και για τις αμοιβές ή τα ποσοστά κερδών που διανέμονται από τα κέρδη που κεφαλαιοποιούν ή διανέμουν οι ημεδαπές ανώνυμες εταιρείες σε μέλη Διοικητικού Συμβουλίου ή στο εργατοϋπαλληλικό προσωπικό υπό οποιαδήποτε μορφή (bonus). Με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του δικαιούχου για τα εισοδήματα αυτά.

\*\*\* Το δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 5 αντικαταστάθηκε με την περίπτωση α' της παραγράφου 5 του άρθρου 6 του ν. 4110/2013, και ισχύει για τα εισοδήματα που αποκτώνται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά, σύμφωνα με την περίπτωση α' της παραγράφου 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου.



7.Υπόχρεος σε παρακράτηση φόρου ορίζεται:

....

δ) Για τα εισοδήματα της περίπτωσης στ' της προηγούμενης παραγράφου, το πρόσωπο που τα καταβάλλει. Όταν τα εισοδήματα αυτά προέρχονται από την αλλοδαπή, η παρακράτηση ενεργείται από το ημεδαπό πιστωτικό ίδρυμα, ανεξάρτητα αν έχει μεσολαβήσει ή όχι, για τη σύναψη της σύμβασης μεταξύ του δικαιούχου του εισοδήματος και του αλλοδαπού οργανισμού.

## **Άρθρο 28**

### ***Εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις***

....

3.Θεωρείται ως εισόδημα από εμπορικές επιχειρήσεις:

\*\*\*Η περίπτωση θ' της παραγράφου 3, καταργήθηκε με την παράγραφο 6 του άρθρου 3 του ν. 4110/2013 και η κατάργησή της ισχύει για τα εισοδήματα που αποκτώνται από το οικονομικό έτος 2014 (χρήση 2013) και μετά, σύμφωνα με την περίπτωση α' της παράγραφο 1 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου.

## **Άρθρο 38**

### ***Εισόδημα από διάθεση και αποτίμηση χρεογράφων και παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων***

....

\*\*\* Ο τίτλος του άρθρου αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 1 του άρθρου 7 του ν. 3522/2006. Προηγουμένως ο τίτλος του άρθρου είχε ως εξής: "Εισόδημα από διάθεση και αποτίμηση χρεογράφων"

6. Τα κεφαλαιακά κέρδη που αποκτούν ατομικές επιχειρήσεις και υπόχρεοι που αναφέρονται στην παράγραφο 4 του άρθρου 2 και οι οποίοι τηρούν βιβλία με τη διπλογραφική μέθοδο από συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα της περίπτωσης η' της παραγράφου 1 του άρθρου 24 του Κ.Φ.Ε., που διαπραγματεύονται στην αγορά παραγώγων του Χρηματιστηρίου Αθηνών ή σε αλλοδαπό χρηματιστήριο παραγώγων ή σε άλλη οργανωμένη αγορά, απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος. Η απαλλαγή παρέχεται με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη εμφανίζονται σε λογαριασμό ειδικού αποθεματικού με προορισμό το συμπληρωτικό ζημιών που τυχόν θα προκύψουν στο μέλλον από την ίδια αιτία. Σε περίπτωση διανομής ή διάλυσης της επιχείρησης, τα κέρδη αυτά φορολογούνται σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις.

\*\*\* Η παράγραφος 6 του άρθρου 38, αναριθμήθηκε με την παράγραφο 10 του άρθρου 2 του ν. 4110/2013 και η αναρίθμησή της ισχύει από τη δημοσίευση του νόμου στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (ήτοι από 23/1/2013), σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου. Πριν την αναρίθμησή της είχε το νούμερο 7.

\*\*\*\*\* Το πρώτο εδάφιο της παραγράφου 6 του άρθρου 38, όπως η παράγραφος αυτή αναριθμήθηκε με την παράγραφο 10, αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 11 του

άρθρου 2 του ν. 4110/2013 και ισχύει από τη δημοσίευση του νόμου στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως (ήτοι από 23/1/2013), σύμφωνα με την παράγραφο 2 του άρθρου 28 του ίδιου νόμου.

## **Άρθρο 105**

### ***Προσδιορισμός ακαθάριστου και καθαρού εισοδήματος νομικών προσώπων***

1. Ως ακαθάριστα έσοδα των νομικών προσώπων της παρ. 1 του άρθρου 101 λαμβάνονται:

α) το τίμημα των οριστικών πωλήσεων που έχουν πραγματοποιηθεί, καθώς και οι αμοιβές από παροχή υπηρεσιών που έχουν αποκτηθεί.

β) Το εισόδημα από ακίνητα, από κινητές αξίες, από συμμετοχή σε άλλες εμπορικές επιχειρήσεις, από γεωργικές επιχειρήσεις, όπως αυτό προκύπτει από τις διατάξεις των άρθρων 13 παράγραφος 1, 20, 21, 22, 24, 25, 28 παράγραφοι 1, 2, 3 και 4, 30, 37, 40, 41, καθώς και κάθε εισόδημα από οποιαδήποτε άλλη πηγή σύμφωνα με τη διάταξη της παραγράφου 3 του άρθρου 48.

\*\*\* Η περίπτωση β της παραγράφου 1 αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 17 του άρθρου 14 του νόμου 3943/2011 και ισχύει από την δημοσίευσή της στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως ήτοι την 31/3/2011.

....

11. Οι διατάξεις των άρθρων 4 παράγραφοι 3, 4 και 7, 32, 34 με την επιφύλαξη των διατάξεων της παραγράφου 12 του άρθρου αυτού, 35, 36 και 38 εφαρμόζονται αναλόγως και για τα νομικά πρόσωπα της παραγράφου 1 του άρθρου 101. Ειδικά για το ποσό της ζημίας νομικού προσώπου της παραγράφου 1 του άρθρου 101, που αποσβέσθηκε με ειδική προς τούτο μείωση του μετοχικού ή εταιρικού κεφαλαίου αυτού, δεν έχουν εφαρμογή οι διατάξεις της παραγράφου 3 του άρθρου 4.

\*\*\* Το δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 11 του άρθρου 105 προστέθηκε με την παράγραφο 3 του άρθρου 9 του ν. 3522/2006 και ισχύει από διαχειριστικές περιόδους που αρχίζουν από την 1η Ιανουαρίου 2006 και μετά, σύμφωνα με την περίπτωση ε' του άρθρου 39 του ίδιου νόμου.

....

17. Τα έσοδα και τα έξοδα των εταιρειών που εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, που προκύπτουν κατά την αρχική αναγνώριση των χρηματοοικονομικών μέσων, κατανέμονται ανάλογα με τη χρονική διάρκεια των αντίστοιχων μέσων, σύμφωνα και μετά οριζόμενα από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Ως χρηματοοικονομικά μέσα νοούνται τα οριζόμενα από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, όπως αυτά υιοθετούνται από την Ευρωπαϊκή Ένωση κατ' εφαρμογή του Κανονισμού 1606/2002, του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου.

\*\*\* Η παράγραφος 16 τέθηκε αναριθμήθηκε σε παράγραφο 17 με την παράγραφο 5 του άρθρου 3 του ν. 4046/2012 από τη δημοσίευση του νόμου στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, ήτοι 14-02-2012, σύμφωνα με το άρθρο 5 του ίδιου νόμου.

18. Για την εξεύρεση του συνολικού καθαρού φορολογητέου εισοδήματος των εταιρειών που είτε υποχρεωτικά είτε προαιρετικά εφαρμόζουν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα που υιοθετούνται από την Ευρωπαϊκή Ένωση, όπως προβλέπεται από τον Κανονισμό (ΕΚ) αριθμό 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης της 19ης Ιουλίου 2002, που δημοσιεύθηκε στην Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (L 243) και των Κανονισμών που εκδίδονται από την Επιτροπή (Commission), κατ' εξουσιοδότηση των άρθρων 3 και 6 του Κανονισμού αυτού, εφαρμόζονται τα εξής:

(α) Στην περίπτωση των εταιρειών που τηρούν τα βιβλία τους σύμφωνα με τους κανόνες της ισχύουσας φορολογικής νομοθεσίας, τα κέρδη (ή ζημίες) της εταιρείας προκύπτουν αποκλειστικά από τα τηρούμενα βιβλία με βάση τους ισχύοντες κανόνες της φορολογικής νομοθεσίας. Τα κέρδη (ή ζημίες) της εταιρείας που προκύπτουν από τις Οικονομικές Καταστάσεις με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα δεν λαμβάνονται υπόψη για τους σκοπούς φορολογίας.

(β) Στην περίπτωση των εταιρειών που τηρούν τα βιβλία τους σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα που υιοθετούνται από την Ευρωπαϊκή Ένωση, τα κέρδη (ή ζημίες) της εταιρείας προκύπτουν αποκλειστικά από τον Πίνακα Φορολογικών Αποτελεσμάτων Χρήσης της παραγράφου 7 του άρθρου 7 του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων.

\*\*\* Η παράγραφος 17 αναριθμήθηκε σε παράγραφο 18 με την παράγραφο 5 του άρθρου 3 του ν. 4046/2012 από τη δημοσίευση του νόμου στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, ήτοι 14-02-2012, σύμφωνα με το άρθρο 5 του ίδιου νόμου.

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ:Ο Νόμος 2190/1920 για τις Ανώνυμες Εταιρίες<sup>37</sup>**

### **Άρθρο 43γ**

#### ***Αποτίμηση των χρηματοοικονομικών μέσων στην εύλογη αξία***

\*\*\* Το άρθρο 43γ προστέθηκε με το άρθρο 2 του Ν 3460/2006 (ΦΕΚ Α' 105/30.5.2006)

1. Τα χρηματοοικονομικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, αποτιμώνται: είτε α) σύμφωνα με τον κανόνα της εύλογης αξίας είτε β) στη χαμηλότερη αξία μεταξύ της αξίας κτήσεως και της εύλογης αξίας, όπως αυτή ορίζεται παρακάτω στην παρ. 4. Για την αποτίμηση των χρηματοοικονομικών μέσων που αναφέρονται στην παρ. 6 του άρθρου 43, η επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιεί κατ' επιλογή της: είτε α) τον κανόνα της εύλογης αξίας όπως περιγράφεται παρακάτω στην παρ. 4 είτε β) τους κανόνες που

περιγράφονται στην παρ. 6 του άρθρου 43. Η μέθοδος αποτίμησης που επιλέγεται από την επιχείρηση θα πρέπει να εφαρμόζεται για όλα τα χρηματοοικονομικά μέσα και να ακολουθείται παγίως.

2. Για τους σκοπούς του παρόντος νόμου ισχύουν οι παρακάτω ορισμοί:

α) Ως χρηματοοικονομικό μέσο, χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο και χρηματοοικονομική υποχρέωση νοούνται τα αντίστοιχα στοιχεία όπως ορίζονται στην παρ. 11 του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 32 που υιοθετήθηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2237/2004 της Επιτροπής της 29ης Δεκεμβρίου 2004 (L 393/31.12.2004).

β) Ως παράγωγο μέσο νοείται το μέσο που ορίζεται στην παρ. 9 του Διεθνούς Λογιστικού Προτύπου 39 που υιοθετήθηκε από την Ευρωπαϊκή Ένωση με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2086/2004 της Επιτροπής της 19ης Νοεμβρίου 2004 (L 363/9.12.2004).

3. Οι συμβάσεις επί εμπορευμάτων που παρέχουν στα συμβαλλόμενα μέρη το δικαίωμα διακανονισμού με μετρητά ή με άλλο χρηματοοικονομικό μέσο θεωρούνται παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα, εκτός εάν συντρέχουν σωρευτικά οι παρακάτω προϋποθέσεις:

α) έχουν συναφθεί για να καλύψουν και εξακολουθούν να καλύπτουν τις ανάγκες της επιχείρησης σε σχέση με μία προβλεπόμενη αγορά, πώληση ή χρήση,

β) καταρτίστηκαν εξ αρχής προς το σκοπό αυτόν και

γ) αναμένεται να διακανονισθούν με την παράδοση των εμπορευμάτων.

4. Η εύλογη αξία καθορίζεται σύμφωνα με τις παρακάτω μεθόδους:

α) Την τρέχουσα αξία, για τα χρηματοοικονομικά μέσα για τα οποία υφίσταται αξιόπιστη αγορά. Εάν η τρέχουσα αξία ενός χρηματοοικονομικού μέσου δεν είναι άμεσα προσδιορίσιμη, αλλά μπορεί να προσδιοριστεί για τα επιμέρους στοιχεία του ή για κάποιο παρόμοιο μέσο, η τρέχουσα αξία είναι δυνατόν να προκύψει από την αξία των επιμέρους στοιχείων του ή του παρόμοιου σε αυτό μέσου.

β) Την αξία που προκύπτει από γενικής αποδοχής υποδείγματα και τεχνικές αποτίμησης, για τα μέσα για τα οποία δεν υφίσταται αξιόπιστη αγορά. Τα εν λόγω υποδείγματα και τεχνικές αποτίμησης πρέπει να εξασφαλίζουν μία λογική προσέγγιση της τρέχουσας αξίας.

Τα χρηματοοικονομικά μέσα που δεν μπορούν να αποτιμηθούν αξιόπιστα με κάποια από τις παραπάνω δύο μεθόδους, αποτιμώνται σύμφωνα με τους κανόνες της παρ. 6 του άρθρου 43.

5. Τα χρηματοοικονομικά μέσα που περιλαμβάνονται στο παθητικό αποτιμώνται στην εύλογη αξία εφόσον:

α) ανήκουν σε χαρτοφυλάκιο συναλλαγών ή

β) είναι παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα.

6. Δεν αποτιμώνται στην εύλογη αξία τα εξής χρηματοοικονομικά μέσα:

- α) μη παράγωγα χρηματοοικονομικά μέσα που διατηρούνται μέχρι τη λήξη τους,
- β) χορηγούμενα δάνεια και απαιτήσεις που έχει η επιχείρηση και εφόσον δεν προορίζονται για διαπραγμάτευση και
- γ) συμμετοχές σε θυγατρικές, συγγενείς επιχειρήσεις και κοινοπραξίες, μετοχικοί τίτλοι που εκδίδονται από την ίδια την επιχείρηση, συμβάσεις για ενδεχόμενη αντιπαροχή στο πλαίσιο σύμπραξης επιχειρήσεων, καθώς και άλλα χρηματοοικονομικά μέσα με τέτοια ειδικά χαρακτηριστικά, που σύμφωνα με τα γενικώς ισχύοντα, πρέπει να τυγχάνουν διαφορετικής λογιστικής μεταχείρισης από τα λοιπά χρηματοοικονομικά μέσα.

7. Η αρχική καταχώριση των χρηματοοικονομικών μέσων γίνεται με βάση το κόστος κτήσης τους κατά τα οριζόμενα στην παρ. 6 στοιχείο γ' του άρθρου 43.

8. Με την επιφύλαξη του στοιχ. γ' της παρ. 1 του άρθρου 43, όταν ένα χρηματοπιστωτικό μέσο αποτιμάται με τον κανόνα της εύλογης αξίας, η μεταβολή της αξίας του πρέπει να καταχωρίζεται απευθείας στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως. Κατ' εξαίρεση, η μεταβολή της αξίας καταχωρίζεται απευθείας σε αποθεματικό της καθαρής θέσης, όταν:

- α) το μέσο αυτό λογίζεται ως μέσο αντιστάθμισης δυνάμει λογιστικού συστήματος αντιστάθμισης που επιτρέπει να μην εμφανίζονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων ορισμένες ή όλες οι μεταβολές της αξίας ή
- β) η μεταβολή της αξίας συνδέεται με συναλλαγματική διαφορά που προκύπτει από κάποιο νομισματικό στοιχείο το οποίο αποτελεί μέρος της καθαρής επένδυσης της επιχείρησης σε αλλοδαπή επιχείρηση
- γ) η μεταβολή της αξίας προκύπτει από διαθέσιμο προς πώληση χρηματοοικονομικό στοιχείο του ενεργητικού, πλην των παραγώνων χρηματοοικονομικών μέσων.

Το αποθεματικό εύλογης αξίας αναπροσαρμόζεται εφόσον τα ποσά που περιλαμβάνει δεν θεωρούνται, πλέον, απαραίτητα για την εφαρμογή των διατάξεων της παρούσας παραγράφου.

9. Τα προσδιορισμένα ως μέσα αντιστάθμισης χρηματοοικονομικά μέσα αποτιμώνται στην εύλογη αξία τους. Ως μέσα αντιστάθμισης προσδιορίζονται κυρίως τα παράγωγα. Στην περίπτωση που ένα μέσο αντιστάθμισης δεν είναι παράγωγο, μπορεί να αντισταθμίζει μόνο συναλλαγματικούς κινδύνους. Στην έννοια της αντιστάθμισης περιλαμβάνονται τόσο η αντιστάθμιση εύλογης αξίας, όσο και η αντιστάθμιση ταμειακών ροών. Στην αντιστάθμιση εύλογης αξίας, αντισταθμίζεται η έκθεση στην μεταβολή της εύλογης αξίας ενός καταχωρημένου περιουσιακού στοιχείου ή υποχρέωσης ή διαπιστωμένου μέρους αυτών, που οφείλεται σε συγκεκριμένο κίνδυνο και επηρεάζει το απεικονιζόμενο αποτέλεσμα. Κέρδη και ζημίες από την αποτίμηση στην εύλογη αξία, του αντισταθμιζόντος και του αντισταθμισμένου στοιχείου, σε αυτού του είδους την αντιστάθμιση, καταχωρίζονται στα αποτελέσματα. Στην αντιστάθμιση ταμειακών ροών αντισταθμίζεται η έκθεση στη μεταβλητότητα των ταμειακών ροών που οφείλεται σε συγκεκριμένο κίνδυνο, ο οποίος συνδέεται με

καταχωρημένο περιουσιακό στοιχείο, υποχρέωση ή προβλεπόμενη συναλλαγή και η οποία επηρεάζει το απεικονιζόμενο κέρδος ή ζημία. Το κέρδος από την αποτίμηση στην εύλογη αξία του αντισταθμιζόντος μέσου, στην περίπτωση αυτή κατά το μέρος που προσδιορίζεται ως αποτελεσματική αντιστάθμιση καταχωρίζεται, απευθείας, σε αποθεματικό των ίδιων κεφαλαίων και κατά το μέρος που αφορά μη αποτελεσματική αντιστάθμιση, καταχωρίζεται στα αποτελέσματα. Η διαδικασία αυτή εφαρμόζεται καθ' όλη τη διάρκεια της αντιστάθμισης. Αν αντισταθμίζεται μία προβλεπόμενη συναλλαγή η οποία συνεπάγεται την καταχώριση περιουσιακού στοιχείου ή υποχρέωσης, το τυχόν αποθεματικό από την αποτίμηση του αντισταθμιζόντος μέσου, που έχει, ήδη, καταχωρισθεί απευθείας στα ίδια κεφάλαια, λαμβάνεται υπόψη κατά το χρόνο της καταχώρισης του περιουσιακού στοιχείου ή της υποχρέωσης για τον προσδιορισμό της λογιστικής αξίας αυτών.

Για σκοπούς αντιστάθμισης, γενικώς, και προκειμένου να έχουν εφαρμογή τα παραπάνω, μία αντιστάθμιση θεωρείται αποτελεσματική όταν οι μεταβολές στην εύλογη αξία ή στις ταμειακές ροές του αντισταθμισμένου μέσου συμψηφίζονται από το αντισταθμιζόν μέσο σε ποσοστό από 80% έως 125%.

10. Όλα τα χρηματοοικονομικά μέσα που κατά την αρχική τους καταχώριση είναι εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα, μετατρέπονται στο νόμισμα τήρησης των βιβλίων, με την εφαρμογή στο ποσό του ξένου νομίσματος, της ισοτιμίας μεταξύ του τηρούμενου και του ξένου νομίσματος κατά την ημερομηνία της συναλλαγής. Με την επιφύλαξη της παρ. 3γ του άρθρου 43, κατά τη μεταγενέστερη αποτίμηση, όλα τα εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις μετατρέπονται στο νόμισμα τήρησης των βιβλίων, με τις ισοτιμίες κλεισίματος της ημερομηνίας των οικονομικών καταστάσεων. Όλες οι προκύπτουσες συναλλαγματικές διαφορές καταχωρίζονται στα αποτελέσματα. Εξαιρέση από τη ρύθμιση της παρούσας παραγράφου αποτελούν:

α) τα εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία που αποτιμώνται στο κόστος κτήσεως, τα οποία εμφανίζονται με τις ισοτιμίες που υπήρχαν κατά την ημερομηνία κτήσεώς τους,

β) οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν από μετατροπή νομισματικού στοιχείου, το οποίο αποτελεί μέρος της καθαρής επένδυσης σε οικονομική μονάδα του εξωτερικού και οι οποίες καταχωρίζονται σε λογαριασμό αποθεματικού των ίδιων κεφαλαίων μέχρι την πώληση της οικονομικής μονάδας, χρόνο κατά τον οποίο μεταφέρονται στα αποτελέσματα,

γ) οι συναλλαγματικές διαφορές που προκύπτουν από την μετατροπή ενός διαθέσιμου για πώληση χρηματοοικονομικού περιουσιακού στοιχείου, του οποίου οι μεταβολές στην εύλογη αξία καταχωρίζονται σε λογαριασμό αποθεματικού της καθαρής θέσης. Στην περίπτωση αυτή οι συναλλαγματικές διαφορές καταχωρίζονται στην καθαρή θέση και περιλαμβάνονται στον λογαριασμό αποθεματικού.

