

# **A.T.E.I. ΗΠΕΙΡΟΥ**

**Σχολή Διοίκησης Οικονομίας – Παράρτημα  
Πρέβεζας**

**Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Ελεγκτικής**



## **ΣΥΓΧΡΟΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΛΙΑΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΣΩΤΗΡΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ**

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΓΙΩΤΑΣ ΣΥΜΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΠΡΕΒΕΖΑ, ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2008**

# **A.T.E.I. ΗΠΕΙΡΟΥ**

**Σχολή Διοίκησης Οικονομίας – Παράρτημα  
Πρέβεζας**

**Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Ελεγκτικής**



## **ΣΥΓΧΡΟΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ ΛΙΑΝΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΣΩΤΗΡΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ**

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΓΙΩΤΑΣ ΣΥΜΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΠΡΕΒΕΖΑ, ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2008**

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b><u>ΠΡΟΛΟΓΟΣ</u></b>	σελ. 7
------------------------	--------

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ**

1.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	σελ. 9
------------------------	--------

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 SWAPS (ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ)**

2.1 ΓΕΝΙΚΑ	σελ. 13
2.2 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ SWAPS	σελ. 15
2.3 Η ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Η ΛΟΓΙΚΗ ΤΩΝ ΣΥΜΦΩΝΙΩΝ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ	σελ.15
2.4 ΤΙ ΣΥΜΒΑΙΝΕΙ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ?	σελ. 16
2.5 SWAP ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	σελ. 17
2.6 ΥΠΟΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ SWAP ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	σελ. 18
2.7 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ SWAP ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	σελ. 20
2.8 Η ΣΥΝΑΨΗ ΚΑΙ Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ SWAP ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ	σελ. 21
2.9 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ SWAP ΝΟΜΙΣΜΑΤΩΝ	σελ. 21
2.10 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ SWAP ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ	σελ. 22
2.11 ΠΑΡΑΛΛΑΓΕΣ & ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΙ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ SWAPS	σελ. 23
2.12 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ (VALUATION) SWAP	σελ. 24

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ**

3.1 ΓΕΝΙΚΑ	σελ. 25
3.2 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΕΝΤΟΚΟΥ ΓΡΑΜΜΑΤΙΟΥ	σελ. 28

3.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ «ΕΝΤΟΚΩΝ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ» ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΤΟΥ	σελ. 28
--	---------

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ**

4.1 ΓΕΝΙΚΑ	σελ. 30
4.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	σελ. 31
4.3 ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ	σελ. 32
4.3.1 ΑΝΑΛΟΓΩΣ ΜΕ ΤΟΝ ΕΚΔΟΤΗ	σελ. 32
4.3.1.1. ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΟ ΟΜΟΛΟΓΟ	σελ. 32
4.3.1.2. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΟΜΟΛΟΓΟ	σελ. 32
4.3.1.3. ΔΗΜΟΤΙΚΟ ΟΜΟΛΟΓΟ	σελ. 33
4.3.1.4. ΥΠΕΡΕΘΝΙΚΟ ΟΜΟΛΟΓΟ	σελ. 33
4.3.2 ΑΝΑΛΟΓΩΣ ΜΕ ΤΟ ΚΟΥΠΟΝΙ & ΤΟ ΕΙΔΟΣ ΤΩΝ ΠΛΗΡΩΜΩΝ	σελ. 33
4.3.2.1. ΟΜΟΛΟΓΟ ΜΗΔΕΝΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ	σελ. 33
4.3.2.2. ΟΜΟΛΟΓΟ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ	σελ. 34
4.3.2.3 ΟΜΟΛΟΓΟ ΚΥΜΑΙΝΟΜΕΝΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ	σελ. 34
4.3.2.4. ΤΙΜΑΡΙΘΜΟΜΕΝΟ ΟΜΟΛΟΓΟ ΜΕ ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΟ	σελ. 35

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 REPOS**

5.1 ΓΕΝΙΚΑ	σελ. 37
5.2 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ REPOS	σελ. 40

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ**

6.1 ΓΕΝΙΚΑ	σελ. 42
6.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	σελ. 42

6.2.1 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	σελ. 43
6.2.2 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	σελ. 43
6.2.3 ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ	σελ. 44
6.2.4 ΜΙΚΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ	σελ. 44
6.2.5 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ (ΔΙΕΘΝΗ)	σελ. 45
6.3 ΒΑΣΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΕΝΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	σελ. 45
6.4 ΤΙ ΠΕΡΙΜΕΝΕΙ Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ ΑΠΟ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ?	σελ. 46
6.5 ΑΠΟ ΠΟΙΕΣ ΠΗΓΕΣ ΠΡΟΕΡΧΕΤΑΙ Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΝΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	σελ. 47
6.6 ΥΠΑΡΧΟΥΝ ΕΓΓΥΗΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΣΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ?	σελ. 47
6.7 ΠΟΣΟ ΚΙΝΔΥΝΟ ΕΙΝΑΙ ΔΙΑΤΕΘΕΙΜΕΝΟΣ ΝΑ ΑΝΑΛΑΒΕΙ Ο ΕΠΕΝΔΥΤΗΣ?	σελ. 48
6.8 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΑΕΔΑΚ	σελ. 48
6.9 ΑΡΜΟΔΙΟΤΗΤΕΣ, ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΙΣ ΑΕΔΑΚ	σελ. 49
6.10 ΑΜΟΙΒΕΣ & ΠΡΟΜΗΘΕΙΑ ΤΗΣ ΑΕΔΑΚ	σελ. 51
6.11 ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΑΣ	σελ. 51
6.12 ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	σελ. 53
6.13 ΔΕΚΑ ΒΑΣΙΚΟΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ ΕΝΟΣ ΑΜΟΙΒΑΙΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	σελ. 54
6.14 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	σελ. 59
6.15 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΑΡΕΧΟΥΝ ΤΑ ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΟΝ ΙΔΙΩΤΗ ΜΙΚΡΟΕΠΕΝΔΥΤΗ	σελ. 61
6.16 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	σελ. 63

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 ΟΡΤΙΟΝΣ (ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ)**

7.1 ΓΕΝΙΚΑ	σελ. 64
------------	---------

7.2 ΕΙΔΗ & ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΡΟΑΙΡΕΣΗΣ	σελ. 66
7.3 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ CALL OPTION	σελ. 68
7.4 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ PUT OPTION	σελ. 68

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 FUTURES (ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ)**

8.1 ΓΕΝΙΚΑ	σελ. 70
8.2 ΤΑ ΒΑΣΙΚΟΤΕΡΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ FUTURES	σελ. 70
8.3 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ FUTURES	σελ. 71
8.4 ΤΑ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ & ΟΙ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	σελ. 72
8.5 ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	σελ. 75
8.6 ΕΝΤΟΛΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΗΣ ΣΤΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ ΜΕΤΑΞΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗ & ΠΕΛΑΤΗ	σελ. 78
8.7 ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΜΒΟΛΑΙΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ	σελ. 79

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

9.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	σελ. 80
------------------	---------

## **ΕΠΙΛΟΓΟΣ**

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

1. ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΣΥΓΧΡΟΝΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ	σελ. 87
2. ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΚΕΝΤΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	σελ. 87

3. ΕΘΝΙΚΕΣ ΚΕΝΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ / ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	σελ. 89
4. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΝΩΣΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	σελ. 91
5. ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	σελ. 93
6. ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	σελ. 94
• ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΕΤΕ)	σελ. 94
• ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	σελ. 95
• ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΑΤΕ)	σελ. 96
• ΤΡΑΠΕΖΑ ΕFG EUROBANK ERGASIAS	σελ. 96
• MARFIN EGNATIA BANK	σελ. 97
• ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	σελ. 97
• ALPHA BANK	σελ. 98
• ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ/ Hellenic Postbank	σελ. 98
• CITIBANK INTERNATIONAL	σελ. 98
• ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ	σελ. 99
• ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	σελ. 99
• HSBC BANK	σελ. 99
• ΤΡΑΠΕΖΑ MILLENNIUM BANK	σελ. 99
• ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ	σελ. 99
• ASPIS BANK	σελ. 100
• PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ	σελ. 100
• ΠΑΝΕΛΛΗΝΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	σελ. 100
7. ΣΤΟΧΟΙ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	σελ. 100

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

σελ.102

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Όπως όλοι γνωρίζουμε, η σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα χαρακτηρίζεται από μειωμένη ταμειακή ρευστότητα και ταυτόχρονα από αυξημένο επενδυτικό κίνδυνο για τις τράπεζες. Γι' αυτό το λόγο, τα τραπεζικά ιδρύματα έρχονται ολοένα και περισσότερο στην εξεύρεση και δημιουργία ελκυστικών επενδυτικών προγραμμάτων που να ανταποκρίνονται στις προσδοκίες και τα συμφέροντα των πελατών τους.

Στη μελέτη αυτή, η οποία αποτελεί πτυχιακή εργασία γίνεται μια βιβλιογραφική αναφορά στα σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα λιανικής τραπεζικής, τα οποία πραγματεύονται τόσο τα ιδρύματα του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού.

Πιο αναλυτικά, στο πρώτο κεφαλαίο γίνεται μια εκτενής αναφορά στην ιστορική αναδρομή του τραπεζικού συστήματος από την αρχαιότητα έως τις απαρχές του 21<sup>ου</sup> αιώνα. Το δεύτερο κεφαλαίο περιγράφει ένα όχι και τόσο διαδεδομένο χρηματοοικονομικό προϊόν, τα swaps (δηλ. συμφωνίες ανταλλαγής επιτοκίων και νομισμάτων). Στα δυο επόμενα κεφαλαία αναφέρονται δύο πολύ σημαντικά και ιδιαίτερα προσφιλή στο επενδυτικό κοινό προϊόντα, τα έντοκα γραμμάτια και τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου. Στο πέμπτο κεφαλαίο, γίνεται μια σύντομη αναφορά στα repos που είναι συμφωνίες επαναγοράς μεταξύ των τραπεζών και των επενδυτών. Στο έκτο κεφαλαίο, αναλύονται εκτενέστερα τα αμοιβαία κεφαλαία και οι Α.Ε.Δ.Α.Κ. Τα τελευταία δυο κεφαλαία αναλύουν συμφωνίες καταθέσεων, τα γνωστά σε όλους options και futures.

Για να πραγματοποιηθεί αυτή η πτυχιακή εργασία αντλήθηκαν βιβλιογραφικές πηγές που θα αναφερθούν αναλυτικά στην τελευταία ενότητα καθώς και πηγές από εγκυκλίους τραπεζών, από λογιστικά, χρηματοοικονομικά στοιχεία και ενημερωτικά έντυπα από τραπεζικούς κολοσσούς και από Α.Ε.Δ.Α.Κ. αλλά και από επιστημονικά συγγράμματα. Η επεξεργασία των στοιχείων έγινε με τα προγράμματα word και power point της Microsoft. Επίσης για την επικαιροποίηση των στοιχείων χρησιμοποιήθηκαν διαδικτυακές πηγές.



Εν κατακλείδι ελπίζω η προσπάθεια αυτή να αποκομίσει θετικά σχόλια καθώς και καλές κριτικές.

*«Θα ήθελα να ευχαριστήσω τους δικούς μου ανθρώπους για την αλόγιστη ηθική στήριξη και πίστη τους προς το πρόσωπο μου τόσα χρόνια»*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

### 1.1 Ιστορική αναδρομή

Οι πρώτοι οργανωμένοι τόποι τραπεζικών συναλλαγών εντοπίστηκαν στην αρχαιότητα από την περιοχή της Μεσοποταμίας. Στο αρχικό στάδιο της τραπεζικής εργασίας κυρίαρχο ρόλο κατείχαν οι ιερείς στους ναούς, το θησαυροφυλάκιο του βασιλιά, και μεταγενέστερα κάποιοι ιδιώτες-έμποροι ο οποίοι ασκούσανε μία μορφή τραπεζικής δραστηριότητας στη περιοχή της αρχαίας Βαβυλώνας<sup>1</sup>. Το σύστημα ακόμα και τότε βασιζονταν στην ίδια λογική και ιδέα, δηλαδή οι τραπεζίτες λάμβαναν ως παρακαταθήκη κάποιο αντικείμενο (γεωργικό μηχάνημα, κτηνοτροφικό μηχάνημα ή ακόμα και πολύτιμους λίθους- μέταλλα) και παρείχαν ως δάνεια είτε δικά τους αγαθά, είτε παρακρατηθέντα αντικείμενα που είχαν περάσει στην ιδιοκτησία τους. Επίσης είχαν τη δυνατότητα να διενεργούν πληρωμές χρεών και να εισπράττουν φυσικά τις ανάλογες απαιτήσεις.

Όσον αφορά την αρχαία Ελλάδα, οι ναοί ήταν οι οργανισμοί που είχαν τη δυνατότητα να ασκούν τραπεζικές εργασίες και αυτό διότι ο ναός ως κτίριο συνεπάγονταν ασφάλεια εξαιτίας του θρησκευτικού απαραβίαστου που είχαν και φυσικά το πλήθος των προσκυνητών που συνέρρεαν για την προσφορά αντικειμένων.

Αιώνας σταθμός για την ανάπτυξη της τραπεζικής, αποτέλεσε ο 7<sup>ος</sup> αιώνας π.Χ. στη Λυδία όπου επινοήθηκε το χρήμα. Εκεί εντοπίζουμε για πρώτη φορά άτομα με την επαγγελματική ιδιότητα της εμπορίας και τον έλεγχο γνησιότητας του χρήματος, δηλαδή οι λεγόμενοι αργυραμοιβοί. Οι αργυραμοιβοί αρχικά ξεχώρισαν από τους τραπεζίτες, οι οποίοι ονομάστηκαν έτσι από τον όρο «τράπεσδα», διότι διενεργούσαν τις συναλλαγές τους καθήμενοι πάνω σε ένα τραπέζι. Οι λεγόμενοι τραπεζίτες στην απαρχή του επαγγέλματος τους δεν έχαιραν καλής εκτίμησης από τον υπόλοιπο κόσμο διότι ήταν άνθρωποι

---

<sup>1</sup> Ψυχομάνης, 2006, σελ 18- 22

συνήθως ταπεινής καταγωγής και φυσικά ξένοι. Με την πάροδο των χρόνων, κατάφεραν να ενδυναμωθούν οικονομικά και να εξαλείψουν οποιαδήποτε αρνητική εντύπωση υπήρχε γύρω από το επάγγελμά τους.

Απαρχή της δημιουργίας των σύγχρονων τραπεζών ήταν η ίδρυση της τράπεζας της Αγγλίας το 1694, η οποία είχε χρέος να ασκεί αυστηρά και μόνο την τραπεζική της ιδιότητα, με το προνόμιο φυσικά της έκδοσης τραπεζογραμμάτων.

Στην Ελλάδα, η πρώτη τράπεζα ιδρύθηκε το 1828 από τον Ι. Καποδίστρια και πήρε την επωνυμία «Εθνική Χρηματική Τράπεζα», η οποία όμως το 1834 διαλύθηκε καθώς το κεφάλαιο της διατέθηκε για κάλυψη κρατικών αναγκών. Η πρώτη μεγάλη τράπεζα ιδρύθηκε το 1841 στην Αθήνα. Με την επωνυμία «Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος» κατείχε το προνόμιο της έκδοσης τραπεζικών γραμμάτων έως και το 1928 όπου στις 14 Μαΐου έγινε η έναρξη λειτουργίας της «Τράπεζας της Ελλάδος».

Όσον αφορά το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, αυτό διαμορφώθηκε στη σύγχρονη μορφή που βλέπουμε σήμερα στις τρεις πρώτες δεκαετίες του 20<sup>ου</sup> αιώνα. Το διάστημα αυτό εφαρμόστηκαν νομοθεσίες ενώ ταυτόχρονα ιδρύθηκαν μεγάλες τράπεζες. Σημαντικό έτος αποτελεί το 1981, όπου η Ελλάδα εντάχθηκε στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ) καθώς επίσης και η χρονιά σταθμός για την ένταξη της χώρας μας στην Ευρωπαϊκή Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) που ορίστηκε η 1.1.2001. Η ημερομηνία αυτή ήταν τον ξεκίνημα για να θεωρηθούν νέες βάσεις με ανταγωνιστικό και ελεύθερο χαρακτήρα όχι μόνο στο τραπεζικό σύστημα αλλά και σε όλη την οικονομία.

Κάνοντας μια αναφορά στις μεταρρυθμίσεις που σημειώθηκαν στο τραπεζικό σύστημα από το 1980 και μετά διαπιστώνουμε ότι σημειώθηκαν τεράστιες αλλαγές. Έτσι λοιπόν, από το 1984<sup>2</sup> και μετά διαπιστώνουμε μια σειρά από μέτρα τα οποία είχαν ως στόχο να καταστήσουν το τραπεζικό σύστημα πιο απλό και πιο λογικό έτσι ώστε να ανοιχτεί σε νέες τάξεις πελατών και ιδιαίτερα στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Ταυτόχρονα έπρεπε να υπάρχει ποιο αποτελεσματική η εποπτεία της λειτουργίας του τραπεζικού συστήματος και να αναπτυχθούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές. Αυτή η προσπάθεια

---

<sup>2</sup> kathimerini.gr

συνεχίστηκε το 1985, όπου η Τράπεζα της Ελλάδος με βασικό της στόχο να ελέγξει τη ρευστότητα της οικονομίας έλαβε ορισμένα μέτρα με σημαντικότερο αυτό της θέσπισης κατώτατου επιτοκίου για τα βραχυπρόθεσμα δάνεια ίσο με το επιτόκιο καταθέσεων ταμιευτηρίου προσαυξημένο κατά μία μονάδα. Τα επιτόκια διαμορφώθηκαν εκείνη την περίοδο από 17 έως και 21,5% . Αυτό συνέβηκε διότι η ύπαρξη επιτοκίων χορηγήσεων χαμηλότερων από το επιτόκιο καταθέσεων ταμιευτηρίου δημιουργούσε κίνητρο για διοχέτευση τραπεζικών πιστώσεων σε καταθέσεις ή σε τραπεζικά ομόλογα. Σημαντικό βήμα προς την κατεύθυνση της ενοποίησης των τραπεζικών επιτοκίων σε υψηλότερα επίπεδα ήταν η καθιέρωση από το Νοέμβριο του 1985 ενός ελάχιστου επιτοκίου 16% στις βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις, ενώ τον Ιούνιο του 1986 αποφασίστηκε η καθιέρωση ενός ελάχιστου επιτοκίου 15% και στις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις μέσης και μακράς διάρκειας.

Οι μεταρρυθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν ήταν μεγάλες και σημαντικές, αλλά παρόλα αυτά δεν ήταν αρκετές. Χαρακτηριστική ήταν η έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, Δημήτρη Χαλικιά, ο οποίος επεσήμανε το 1986 «Παρά τις προσπάθειες που έχουν γίνει και την πρόοδο που έχει επιτευχθεί στα προηγούμενα τέσσερα χρόνια, το πιστωτικό σύστημα εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από ακαμψία, συγκεντρωτισμό και χαμηλή παραγωγικότητα».

Το 1986 αποτέλεσε τη χρονιά πραγματοποίησης των στόχων εκείνης της εποχής και ειδικότερα η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού με ταυτόχρονη βελτίωση του ισοζυγίου πληρωμών.

Το 1987 ήταν η χρονιά στην οποία έγιναν τα πρώτα βήματα για την απελευθέρωση των τραπεζικών επιτοκίων και η κατάργηση των περισσότερων περιορισμών – ελέγχων, που είχαν σχέση με την περιορισμένη ελευθερία της επιλογής των χρηματοδοτήσεων από τις τράπεζες.

Το έτος 1988 επιταχύνθηκε η απελευθέρωση του πιστωτικού συστήματος και των επιτοκίων με την πλήρη όμως κατάργηση τους τον Ιανουάριο του 1989. Το μέτρο αυτό, έδωσε τη δυνατότητα στις τράπεζες να διαφοροποιούν τα επιτόκιά τους ανάλογα με το βαθμό ρευστότητας και ασφάλειας των χορηγήσεών τους.

Οι μεταρρυθμίσεις το 1989 συνεχίστηκαν αφού δόθηκε η δυνατότητα στις τράπεζες να ρυθμίζουν δάνεια που είχαν χορηγηθεί σε πελάτες τους, υπό την

προϋπόθεση ότι τηρούνται ορθές τραπεζικές αρχές ενώ ταυτόχρονα τα πρώτα νέα τραπεζικά προϊόντα έκαναν την εμφάνιση τους στην καταναλωτική αγορά.

Το 1993 και στις αρχές του 1994 είδαμε την ολοκλήρωση της διαδικασίας απελευθέρωσης του πιστωτικού συστήματος και των επιτοκίων που είχε αρχίσει στα μέσα του 1980. Την εποχή εκείνη καταργήθηκε η υποχρέωση των τραπεζών να επενδύουν μέρος των διαθέσιμων τους σε έντοκα γραμμάτια με παράλληλη κατάργηση του διοικητικά καθοριζόμενου ελάχιστου επιτοκίου στις καταθέσεις ταμειυτηρίου. Επίσης σημειώθηκε κατάργηση των πιστωτικών περιορισμών υπό την έννοια ότι οι τράπεζες μπορούσαν να χρηματοδοτήσουν σχεδόν όλους τους κλάδους της οικονομίας.

Όλες αυτές οι μεταρρυθμίσεις, σε συνάρτηση με κάποιες άλλες οδήγησαν την τραπεζική αγορά σε ένα ποιο ανταγωνιστικό περιβάλλον με αποτέλεσμα να έχουμε τα δεδομένα της εποχής μας, μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι να στηρίζουν ολόκληρη την ελληνική οικονομία. Η ιστορία σταματάει εδώ και η συνέχεια έπεται ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### SWAPS (ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΑΝΤΑΛΛΑΓΗΣ)

#### 2.1 Γενικά

Τα Swaps (Συμφωνίες Αμοιβαίας Ανταλλαγής Πληρωμών) αποτελούν μία πολύ σημαντική μορφή προθεσμιακής συμφωνίας δύο μερών. Αφετηρία των Swaps είναι η «αρχή του συγκριτικού πλεονεκτήματος» που κάθε μέρος διαθέτει σε μία συγκεκριμένη χρηματοπιστωτική αγορά. Μια πιο συγκεκριμένη περιγραφή του Swap θα το χαρακτήριζε ως εξής: είναι μία ιδιωτική συμφωνία ανάμεσα σε δύο ενδιαφερομένους (άλλες φορές καθαρά μεταξύ τους και άλλες φορές με τη μεσολάβηση ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, συνήθως μιας τράπεζας) η οποία συνάπτεται στο χρόνο  $t_0$  και εμπεριέχει τη δέσμευση των δύο μερών πως στο χρόνο  $t_1$  (ή και στο χρόνο  $t_2$  και στο χρόνο  $t_3$ ...και στο χρόνο  $t_n$ ) θα ανταλλάξουν (-σώσουν) χρηματικές ροές σύμφωνα με μία προκαθορισμένη στο χρόνο  $t_0$  διαδικασία.

Μολονότι η μόλις προηγηθείσα περιγραφή του Swap είναι πολύ αφηρημένη – και ίσως αρκετά ασαφής- πάντως δείχνει ότι το θεμελιώδες χαρακτηριστικό ενός Swap είναι η προθεσμιακή του διάσταση: συμφωνείται σήμερα ( $t_0$ ) κάτι που θα ισχύσει στο μέλλον είτε άπαξ ( $t_1$ ) είτε επαναλαμβανόμενο (στις χρονικές στιγμές ( $t_1, t_2, t_3, \dots t_n$ )).

Το Swap, ως χρηματοοικονομικό εργαλείο, αποτελεί πρακτική μόλις των τελευταίων 22 ετών, αφού το πρώτο Swap –που τουλάχιστον έγινε διεθνώς γνωστό- συνήφθη το 1981. Εντούτοις, η αύξηση της χρησιμοποίησής του από ενδιαφερόμενους –κυρίως μεγάλες Ανώνυμες Εταιρίες με διεθνοποιημένη παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα- υπήρξε κυριολεκτικά εκρηκτική από χρόνο σε χρόνο.

Όπως είδαμε και ανωτέρω, όταν κάποιος θέλει να καλύψει τον κίνδυνο από μια μελλοντική χρηματική ροή μπορεί να χρησιμοποιήσει ένα προθεσμιακό ή μελλοντικό συμβόλαιο ή ένα δικαίωμα προαίρεσης. Για παράδειγμα, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο σε ένα ξένο νόμισμα μπορεί να εξαλείψει την

αβεβαιότητα σε σχέση με μια μελλοντική συναλλαγή από το νόμισμα αυτό. Όταν έχουμε **μια σειρά** μελλοντικών χωρητικών ροών με διαφορετική διάρκεια μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε **ένα χαρτοφυλάκιο** προθεσμιακών συμβολαίων με διαφορετικές λήξεις. Εναλλακτικά, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε μια **συμφωνία ανταλλαγής** σε ξένο νόμισμα.

Τα swaps αποτελούν ανταλλαγές επενδυτικών προϊόντων, όπως μετοχών, συναλλαγματικών, επιτοκίων κ.λ.π. Οι ανταλλαγές αυτές γίνονται για συγκεκριμένη χρονική περίοδο και με προκαθορισμένους όρους. Τα swaps αποτελούν συμφωνίες μεταξύ τράπεζας και της ενδιαφερόμενης πλευράς για ανταλλαγές μιας σειράς πληρωμών σταθερού επιτοκίου έναντι μιας άλλης κυμαινόμενου επιτοκίου και εφαρμόζονται σε προκαθορισμένες χρονικές περιόδους και προκαθορισμένο υποθετικό κεφάλαιο. Κυριότερη χρήση τους είναι η μετατροπή ενός δάνειου με κυμαινόμενο επιτόκιο σε ένα άλλο δάνειο με σταθερό, ή αντίστροφο, και επιτρέπουν στο χρηστή του προϊόντος να επωφεληθεί από μια άνοδο ή πτώση των επιτοκίων. Καλύπτουν συνήθως διάρκεια δύο – έξι μηνών και γίνονται στα κυριότερα ξένα νομίσματα.

Για τον προσδιορισμό της τιμής των swaps ορίζεται η τιμή του σταθερού επιτοκίου που θα ισχύει για τις περιοδικές πληρωμές. Κατόπιν, ορίζεται το κυμαινόμενο επιτόκιο αναφοράς και ένα περιθώριο, το οποίο θα προστίθεται στο ύψος του κυμαινόμενου επιτοκίου. Κατά τη διάρκεια των περιόδων εκτοκισμού, γίνεται συμψηφισμός των επιτοκίων και η πλευρά που πληρώνει το υψηλότερο επιτόκιο, καταβάλει στην άλλη τη διάφορα μεταξύ των δυο επιτοκίων.

Το Swap Επιτοκίου (Interest Rate Swap) είναι ο πιο συνηθισμένος –και ο πιο απλός- τύπος Swap, όπου το ένα αντισυμβαλλόμενο μέρος συμφωνεί με το άλλο να πληρώνουν (το πρώτο στο δεύτερο και το δεύτερο στο πρώτο) τους τόκους διαφορετικού τύπου δανείων που σύναψαν τα δύο μέρη. Τόκους όμως που αφορούν στο ίδιο ποσό κεφαλαίου και που πρέπει να πληρωθούν στο ίδιο χρονικό σημείο  $t_1$  (ή να πληρώνονται στα ίδια χρονικά σημεία  $t_1, t_2, t_3, \dots, t_n$ ).

## 2.2 Η Ανάπτυξη των swaps

Στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, όπου υπάρχουν ελλείψεις και αδυναμίες επιβολής και τήρησης διακανονισμών, δεν έχει προσδιορισθεί σαφής διαδικασία τιμολόγησης, φορολόγησης, κόστους συναλλαγών και δανεισμού κ.α. Τα swaps αυξάνονται είτε στην εγχώρια, είτε στην ξένη αγορά, γιατί υπάρχει μια διαρκής πίεση για εξομάλυνσή τους με αυξανόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Ακόμη, οι αγορές συναλλάγματος και επιτοκίων αυξάνονται, το κόστος των κεφαλαίων μειώνεται και αυτό κάνει τη χρησιμοποίηση των swaps περισσότερο ελκυστική. Παράλληλα, ο συναλλαγματικός και επιτοκιακός κίνδυνος μειώνεται, καθώς οργανώνονται καλύτερα οι αγορές.

Μέσα στα πλαίσια αυτά, πολλές εταιρείες αναζητούν κεφάλαια από τη διεθνή αγορά με την αναγνώριση της ιδιότητάς τους ως διεθνών επενδυτών, παρά το γεγονός ότι πολλές φορές τα κόστος είναι το ίδιο με αυτό της εγχώριας αγοράς τους.

## 2.3 Η χρησιμότητα και η λογική των συμφωνιών ανταλλαγής

Οι συμφωνίες ανταλλαγής μπορούν να χρησιμοποιηθούν με πολλούς τρόπους. Για παράδειγμα φανταστείτε ότι πριν από 7 χρονιά η πολυεθνική επιχείρηση A είχε εκδώσει ένα 10ετες ομολογιακό δάνειο αξίας 30 εκατομμυρίων \$ με επιτόκιο έκδοσης 7%, προκειμένου να χρηματοδοτήσει μια επένδυση. Τα οικονομικά δεδομένα όμως έχουν μεταβληθεί και ο οικονομικός διευθυντής της A πιστεύει ότι αν θα ήταν προτιμότερο για την επιχείρηση A να είχε ένα δάνειο σε Βρετανικές Λίρες αντί σε Αμερικανικά Δολάρια για τα επόμενα τρία χρονιά. **Τι μπορεί να κάνει?**

Μια λύση είναι να αποσύρει το παλαιό ομολογιακό δάνειο αν υπάρχει αυτή η δυνατότητα ανάκλησης του δανείου και να εκδώσει ένα καινούργιο σε Βρετανικές λίρες. Αυτή η λύση όμως θα είναι πολύ ακριβή. Σκεφτείτε μονό τα έξοδα δικηγорών, χρηματιστών, τραπεζών, αναδοχών και αποζημίωση των κατοχών του παλαιού δανείου. Μια άλλη λύση είναι να βρει μια άλλη



επιχείρηση (την B) της οποίας ο οικονομικός διευθυντής έχει ακριβώς τις **αντίθετες προσδοκίες** με τον οικονομικό διευθυντή της A και παρόμοια δάνεια και να ανταλλάξουν χρηματικές ροές.

**Ας υποθέσουμε προς στιγμήν ότι αυτό είναι δυνατόν**, και οι δυο επιχειρήσεις συμφωνούν την ανταλλαγή ως εξής: Η επιχείρηση A συμφωνεί να πληρώνει στην B σταθερό επιτόκιο 10% στην B σε Βρετανικές Λίρες (£), και η επιχείρηση B συμφωνεί να πληρώνει στην A σταθερό επιτόκιο 7% σε Αμερικανικά Δολάρια (\$) για τρία χρόνια. Η συμφωνία προβλέπει οι πληρωμές να γίνονται μια φορά τον χρόνο και τα αντίστοιχα κεφαλαία είναι 30 εκατομμύρια \$ και 15 εκατομμύριο £. Διαγραμματικά:

Ποιο είναι το αποτέλεσμα για την επιχείρηση A; Το αποτέλεσμα έχει ως εξής:

- Η A πληρώνει 2,1 \$ εκατομμύριο το χρόνο για το ομολογιακό δάνειο.
- Η A πληρώνει 1,5 £ εκατομμύριο τον χρόνο στην B, λόγω του swar.
- Η A λαμβάνει 2,1 \$ εκατομμύρια τον χρόνο από την B, λόγω του swar.

Σαν αποτέλεσμα της επενδυτικής κίνησης αυτής είναι η A να πληρώνει 1,5 £ εκατομμύρια τον χρόνο στη B. Καταλήγει δηλαδή να πληρώνει τοκομερίδια σε Αγγλικές Λίρες όπως επιθυμούσε. Άρα, βλέπουμε ότι μετέτρεψε ένα στοιχείο του παθητικού σε Δολάρια του ομολογιακού δανείου, σε ένα στοιχείο του παθητικού σε Βρετανικές Λίρες χωρίς κόστος αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου.

## 2.4 Τι συμβαίνει στην πράξη?

Στην πράξη φυσικά είναι πολύ δύσκολο για δυο επιχειρήσεις να βρουν η μια την άλλη και να οργανώσουν το swar. Αυτό που συμβαίνει συνήθως είναι να κάνουν μια συμφωνία μέσω ενός διαμεσολαβητικού χρηματοπιστωτικού οργανισμού όπως μια τράπεζα. Η τράπεζα θα κάνει τις δυο αντίθετες συναλλαγές swar, μια με την επιχείρηση A και μια με την επιχείρηση B. Με αλλά λόγια, στην πράξη η επιχείρηση A ούτε καν θα ξέρει ποια θα είναι η

επιχείρηση B, αλλά θα κάνει την συμφωνία κατευθείαν με μια τράπεζα η οποία με τη σειρά της θα βρει την B να αναλάβει το άλλο μέρος της ανταλλαγής.

Επειδή στην πραγματικότητα οι δυο επιχειρήσεις δεν θα προσεγγίζουν την τράπεζα ταυτόχρονα θέλοντας την αντίθετη θέση στο ίδιο swap, οι μεγάλες τράπεζες είναι διατεθειμένες να συμφωνήσουν ένα swap με μια επιχείρηση χωρίς να έχουν βρει μια άλλη επιχείρηση να λάβει την αντίθετη θέση. Αποθηκεύουν δηλαδή τα swap, μέχρι να βρουν έναν άλλο πελάτη. Μπορούν όμως να χρησιμοποιήσουν παράγωγα για να καλύψουν τους κινδύνους τους. Οι τράπεζες συνήθως κρατούν μια προμήθεια (0,03% – 0,04%) τον χρόνο πάνω στο κεφαλαίο, για τις υπηρεσίες αυτές. Μια τράπεζα δεν έχει κανένα κίνδυνο εάν κανένα από τα συμβαλλόμενα μέρη δεν αθετήσει τη συμφωνία (π.χ. εάν πτωχεύσει). Εάν όμως ένα μέρος πτωχεύσει, η τράπεζα πρέπει να τηρεί την συμφωνία με το άλλο μέρος. Άρα η τράπεζα έχει έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο, εάν η αξία του swap είναι θετική για αυτήν.

Τα Swaps Νομισμάτων (Currency Swaps)

Μολονότι η βασική ιδέα του swap (ως «ανταλλαγής πληρωμών») παραμένει, το Swap Νομισμάτων ή Swap Συναλλάγματος (Currency Swap) αφορά σε ανταλλαγές που πραγματοποιούνται μεταξύ των δύο μερών και οι οποίες περιλαμβάνουν: *πρώτον*, «ανταλλαγές» κεφαλαίων δανείων που συνομολογούνται σε δύο διαφορετικά νομίσματα (γι' αυτό μιλάμε για Swap Συναλλάγματος ακριβέστερα μιλάμε για Swap Νομισμάτων-Currency Swap) και *δεύτερον*, ανταλλαγή των αναλογούντων επιτοκίων – που στην απλούστερη μορφή τους είναι σταθερά επιτόκια. Όπως ήδη θα αντιλαμβάνεσθε, το *Currency Swap* αφορά στις *δυνατότητες αλλά και επιθυμίες των μερών να δανεισθούν όχι πια σε διαφορετικούς τύπους επιτοκίων αλλά σε διαφορετικά νομίσματα, τα οποία βέβαια προσφέρονται στα δύο μέρη με διαφορετικούς ύψη επιτοκίων.*

## 2.5 Swap επιτοκίων

Τα swap επιτοκίων είναι παρόμοια με τα swap συναλλάγματος. Η βασική διαφορά είναι ότι τα κεφαλαία είναι **ονομαστικά** και δεν ανταλλάσσονται. Για

παράδειγμα, η εταιρία Β συμφωνεί να πληρώνει την εταιρία Α τοκομερίδια ίσα με ένα προκαθορισμένο σταθερό επιτόκιο 7%, πάνω σε ένα ονομαστικό κεφαλαίο για 10 χρόνια. Η εταιρία Α συμφωνεί να πληρώνει την εταιρία Β τοκομερίδια ίσα με ένα προκαθορισμένο κυμαινόμενο επιτόκιο Libor +1%, Πάνω στο ίδιο ονομαστικό κεφαλαίο για την ίδια περίοδο.

## 2.6 Υποκατηγορίες swap ανταλλαγής επιτοκίων

- **Basis Rate Swaps:** Είναι Swaps επιτοκίου, όπου και τα δυο μέρη συναλλάσσονται με καλές τιμές πληρωμών, βασισμένες σε διαφορετική *χρηματαγορά* και σε *διαφορετικές τιμές αναφοράς*.
- **Amortizing Swaps:** είναι swaps επιτοκίου, στα οποία το υποθετικό ποσό κεφαλαίου μειώνεται με ένα προκαθορισμένο τρόπο κατά τη διάρκεια της ύπαρξης Swap.
- **Bullet Swaps:** Είναι Swaps επιτοκίου, στα οποία το υποθετικό ποσό κεφαλαίου δεν είναι κυμαινόμενο κατά τη διάρκεια της ύπαρξης του swap.
- **Plain vanilla Swaps:** Περιλαμβάνει την περιοδική ανταλλαγή πληρωμών με σταθερές τιμές, αντί για τις ανταλλαγές πληρωμών με κυμαινόμενες τιμές κα αναφέρεται μερικές φορές ως Swap σταθερών τιμών αντί κυμαινόμενων τιμών.
- **Forward Swaps:** Περιλαμβάνει μια σειρά από ανταλλαγές πληρωμών τόκων, οι οποίες αρχίζουν μια συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή.
- **Putable Swaps:** Προβλέπει για το μέρος που κάνει τις κυμαινόμενες τιμές πληρωμών να έχει το δικαίωμα της λήξης του Swap.
- **Callable Swaps:** Προβλέπει για το μέρος που κάνει τις σταθερές πληρωμές να έχει το δικαίωμα της λήξης του Swap πριν από την ωρίμανση του. Επιτρέπει στον πληρωτή με σταθερές τιμές να *αποφεύγει τις μελλοντικές ανταλλαγές πληρωμών τόκων, εάν το επιθυμεί*.

- **Extendable Swaps:** Περιέχει χαρακτηριστικά επέκτασης και επιτρέπει στο μέρος που κάνει σταθερές και κυμαινόμενες πληρωμές να επεκτείνει τη χρονική περίοδο του Swap.
- **Zero coupon for floating Swaps:** Ο πληρωτής με σταθερές τιμές μπορεί να κάνει μια πληρωμή κατά την ημερομηνία ωρίμανσης των συμφωνιών των Swaps, ενώ ο πληρωτής με κυμαινόμενες τιμές μπορεί να κάνει περιοδικές πληρωμές κατά τη χρονική περίοδο των Swaps.
- **Equity Swaps:** Περιλαμβάνει την ανταλλαγή των πληρωμών τόκων με πληρωμές που συνδέονται με το βαθμό των αλλαγών στο δείκτη των μετοχών. Όπως προαναφέρθηκε, οι ανταλλαγές επιτοκίων προϋποθέτουν δυο μέρη, όπου το ένα μέρος πληρώνει το άλλο, είτε σε σταθερές είτε σε κυμαινόμενες τιμές, ανάλογα με τη συμφωνία και το είδος των συναλλαγών.

Στη συναλλαγματική αγορά τα νομίσματα εκδίδονται με σχετικές αξίες συνδεδεμένες πάντοτε με τις οικονομίες των χωρών. Αυτές οι αξίες αλλάζουν γρήγορα και χωρίς προειδοποιήσεις λόγω των μεταβολών στον οικονομικό τομέα. Έτσι, ο κίνδυνος των αξιών των συναλλαγμάτων μεταβάλλονται αντίστροφα σε σχέση με τα συναλλάγματα των άλλων χωρών και αναφέρεται ως κίνδυνος ξένου συναλλάγματος ή κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας, που θεωρείται μια σημαντική παράμετρος για όλους τους συμμετέχοντες στις διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές.

Τη χρονική στιγμή που και οι δύο επιχειρηματικές μονάδες θελήσουν να εκδώσουν τα εν λόγω ομόλογά τους ταυτόχρονα, ενδιαφέρονται:

- Για τις τιμές συναλλάγματος στις τρέχουσες αγορές
- Για τη ρύθμιση των τοκομεριδίων, τα οποία θα πληρώνουν τα δύο εκατέρωθεν ενδιαφερόμενα μέρη και
- Για την καταληκτική ημερομηνία, κατά την οποία τα δύο μέρη συμφωνούν να ανταλλάξουν την ονομαστική αξία των ομολόγων.

Στα swaps συναλλάγματος υπάρχει ανταλλαγή πληρωμών και στους τόκους και στο κεφάλαιο. Οι πληρωμές γίνονται μεταξύ των εταιρειών των χωρών, εφόσον κατ' αρχήν καθορισθούν τα ακόλουθα:

1. Η χρονική στιγμή που θα συμφωνήσουν και οι δύο εταιρείες να εκδίδουν τα ομόλογα 5ετούς διάρκειας κ.α.
2. Η συναλλαγματική ισοτιμία μεταξύ των δύο νομισμάτων (σταθερή ή κυμαινόμενη). Εδώ συμφωνείται η τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Για παράδειγμα, μεταξύ των νομισμάτων ευρωπαϊκού ευρώ και δολαρίου ΗΠΑ, η ισοτιμία σε τρέχουσες τιμές είναι € 1 / 0,87\$.

Έτσι, σύμφωνα με τα παραπάνω στοιχεία, εάν έχουμε δύο εταιρείες δύο διαφορετικών χωρών (Ελλάδα και ΗΠΑ) οι οποίες συμφωνήσουν να δανειστούν για δέκα χρόνια στις εγχώριες αγορές τους συνάλλαγμα, τότε η αμερικανική εταιρεία θα αναζητήσει ύψος χρέους € / 0,87 \$ δηλαδή  $10000000 / 0,87 = 11.494,252$  ευρώ.

Αυτά τα χρέη των δύο εταιρειών θα καλυφθούν από την έκδοση δεκαετούς ομολογιακού δανείου στις αντίστοιχες χώρες. Έτσι, η αμερικανική εταιρεία θα εκδώσει ομολογιακό δάνειο σε ευρώ ισάξιο με τα 10 εκατ. Και η ελληνική εταιρεία θα εκδώσει ισάξιο ομολογιακό δάνειο σε δολάρια ΗΠΑ ύψους 11.494,252 ευρώ και οι δε αντίστοιχες ανταλλαγές πληρωμών θα αρχίσουν να εκτελούνται σύμφωνα με τα συμφωνηθέντα τοκομερίδια.

## 2.7 Αποτίμηση swap επιτοκίων

Η αξία μιας συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων βρίσκεται με ακριβώς τον ίδιο τρόπο.

Εάν ορίσουμε ως:

$V_{\text{swap}}$  = αξία swap σε εγχώριο νόμισμα

$B_{\text{fi}}$  = αξία ομολογίας σταθερού επιτοκίου αξία ομολογίας μεταβλητού επιτοκίου

$B_{\text{fl}}$  = αξία ομολογίας μεταβλητού επιτοκίου

Όταν λαμβάνουμε σταθερό επιτόκιο και πληρώνουμε μεταβλητό επιτόκιο

$$V_{\text{swap}} = B_{\text{fi}} - B_{\text{fl}}$$

Όταν λαμβάνουμε μεταβλητό επιτόκιο και πληρώνουμε σταθερό επιτόκιο

$$V_{\text{swap}} = B_{\text{fl}} - B_{\text{fi}}$$

## 2.8 Η σύναψη και η λειτουργία swap νομισμάτων

Με βάση τα όσα ήδη είπαμε στο Swap επιτοκίου, μπορούμε να δούμε πως:

- Αν οι δύο εταιρείες εκμεταλλευθούν το συγκριτικό τους πλεονέκτημα στον αρχικό εξωτερικό δανεισμό από τις αντίστοιχες τράπεζές τους,
- Κατόπιν, «ανταλλάξουν» κεφάλαια και τόκους και
- Στο τέλος ξανανταλλάσσουν κεφάλαια,

θα βγουν ωφελημένες σε σχέση με μια κατάσταση κατά την οποία θα δανείζονταν η καθεμιά μεμονωμένα στο νόμισμα που προτιμούν.

## 2.9 Παράδειγμα swap νομισμάτων

Ένα 5ετες swap μεταξύ μιας επιχείρησης A και της επιχείρησης B που ξεκινά την 1<sup>η</sup> Φεβρουαρίου 2007. Η επιχείρηση A συμφωνεί να πληρώνει στην B σταθερό επιτόκιο 11% στην B σε Βρετανικές Λίρες (£) και η επιχείρηση B να πληρώνει στην A σταθερό επιτόκιο 8% σε Αμερικανικά Δολάρια (\$). Η συμφωνία προβλέπει οι πληρωμές να γίνονται μια φορά το χρόνο και τα αντίστοιχα κεφαλαία είναι 15 εκατομμύρια \$ και 10 εκατομμύρια £. Η συμφωνία αυτή παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα.

Συμφωνία με τους ορούς της συμφωνίας, η A θα πληρώσει 15 εκατομμύρια \$ στην B στις 1 Φεβρουαρίου 2007 και θα εισπράξει 10 εκατομμύρια £ από την B. Μετά, μια φορά τον χρόνο και κάθε χρόνο μέχρι την λήξη, η επιχείρηση A θα εισπράττει από την B επιτόκιο 8% στα 15 εκατομμύρια \$, δηλαδή 1,2 εκατομμύρια \$. Ταυτόχρονα θα πληρώνει στην B επιτόκιο 11% στα 10 εκατομμύρια £, δηλαδή 1,1 εκατομμύρια £. Η διαδικασία θα επαναληφθεί για τα επόμενα 5 χρόνια και στο τέλος το αρχικό κεφαλαίο θα επιστραφεί και από τις δυο επιχειρήσεις, δηλαδή η A θα εισπράξει 15 εκατομμύρια \$ από την B και θα πληρώσει 10 εκατομμύρια £. Οι χρηματικές ροές από την πλευρά της επιχείρησης A κατά τη διάρκεια της συμφωνίας παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα. Οι χρηματικές ροές της επιχείρησης B θα είναι ακριβώς αντίθετες.

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ	(\$)	(£)
1 <sup>Η</sup> ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2007	-15,00	+10,00
1 <sup>Η</sup> ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2008	+1,2	-1,10
1 <sup>Η</sup> ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2009	+1,2	-1,10
1 <sup>Η</sup> ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2010	+1,2	-1,10
1 <sup>Η</sup> ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2011	+1,2	-1,10
1 <sup>Η</sup> ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2012	+16,2	-11,10

## 2.10 Αποτίμηση swap επιτοκίων

Ένα swap συναλλάγματος ή επιτοκίου μπορεί να ιδωθεί είτε ως δύο θέσεις σε δύο διαφορετικές ομολογίες, είτε ως μία σειρά προθεσμιακών συμβολαίων. Για παράδειγμα, εάν παρατηρήσουμε τις χρηματικές ροές στον Πίνακα 10.4, μετά την αρχική ανταλλαγή, η επιχείρηση A λαμβάνει χρηματικές ροές συν το κεφάλαιο σε δολάρια και πληρώνει χρηματικές ροές συν κεφάλαιο σε στερλίνες, για 5 χρόνια. Με άλλα λόγια, αυτό είναι ισοδύναμο με την A να έχει πάρει δύο θέσεις σε δύο ομολογίες: να έχει αγοράσει (long) ένα ομόλογο σε \$ και να έχει πουλήσει (short) ένα ομόλογο σε BP.

Η αξία της συμφωνίας για την A ανά πάσα στιγμή θα είναι ίση με την διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας των δύο ομολόγων (χρησιμοποιώντας συνεχή ανατοκισμό).

Εάν ορίσουμε ως:

$V_{\text{swap}}$  = αξία swap σε εγχώριο νόμισμα

$B_D$  = αξία ομολογίας σε εγχώριο νόμισμα

$B_F$  = αξία ομολογίας σε ξένο νόμισμα

$S_0$  = τρέχουσα ισοτιμία (ποσό εγχωρίου για μονάδα ξένου νομίσματος)

Όταν λαμβάνουμε εγχώριο νόμισμα & πληρώνουμε ξένο νόμισμα:

$$V_{\text{swap}} = B_D - S_0 B_F$$

Όταν λαμβάνουμε ξένο & πληρώνουμε εγχώριο νόμισμα:

$$V_{\text{swap}} = S_0 B_F - B_D$$

## 2.11 Παραλλαγές & συνδυασμοί των βασικών swaps

Μπορούμε να θεωρήσουμε πως τα Swaps επιτοκίου και τα Swaps συναλλάγματος αποτελούν «*βασικά Swaps*» από τα οποία «γεννώνται» - και η διεθνής χρηματοπιστωτική αγορά δείχνει πως πράγματι «γεννώνται» - πολλές παραλλαγές Swaps.

Για παράδειγμα, τα Προθεσμιακά Swaps (Forward Swaps) είναι είτε Swaps επιτοκίου είτε Swaps συναλλάγματος που συμφωνούνται μεν σήμερα, αρχίζουν όμως να υλοποιούνται όχι σήμερα αλλά σε κάποιο χρονικό σημείο στο μέλλον. Το Swaption (από τις λέξεις Swap και Option) είναι μια Option σε Swap, δηλαδή ένα δικαίωμα να προχωρήσει κανείς σ' ένα Swap (που σημαίνει πως αν θέλει το ασκεί, αν δε θέλει όχι).

Τα *Εμπορευματικά Swaps* (Commodity Swaps) αποτελούν επίσης Swaps που αφορούν στην ανταλλαγή χρηματικών ποσών και ποσοτήτων ενός προϊόντος συμφωνά με μια συγκεκριμένη φόρμουλα που περιέχει στοιχεία όπως κάθε ποτέ θα γίνεται η ανταλλαγή και σε ποια τιμή.

Τα *Μεικτά Swaps* ή *Circus Swaps* αποτελούν Swaps, όπου γίνεται συνδυασμός ανταλλαγής δυο διαφορετικών νομισμάτων αλλά και δυο διαφορετικών επιτοκίων που συνοδεύουν τα νομίσματα αυτά. Για παράδειγμα, μπορεί να έχετε ένα Swap όπου η εταιρεία Α και η εταιρεία Β ανταλλάσσουν και τα Ευρώ με Δολάρια αλλά και το σταθερό επιτόκιο του δολαρίου με το κυμαινόμενο επιτόκιο του Ευρώ. Άρα, έχουμε ένα «σύνθετο» ή «μεικτό» Swap συναλλάγματος και επιτοκίου.

Θα αντιλαμβάνεστε ήδη από την απλή παράθεση κάποιων μόνο από τις πολλές παραλλαγές Swaps που κυκλοφορούν στη χρηματοπιστωτική αγορά πως το σχετικά νέο αυτό χρηματοπιστωτικό εργαλείο έχει τεράστιες δυνατότητες εφαρμογής. Κι αυτός είναι ο βασικότερος λόγος που η χρησιμοποίησή του έχει πάρει αυξανόμενους ρυθμούς.



## 2.12 Αξιολόγηση (valuation) swap

Η Αξία μίας συμφωνίας ανταλλαγής θα μεταβάλλεται καθημερινά και για τα δύο μέρη. Μπορούμε εύκολα να υπολογίσουμε την αξία μίας συμφωνίας ανταλλαγής εάν παρατηρήσουμε ότι η σημερινή αξία μίας συμφωνίας δεν είναι τίποτε άλλο από την παρούσα αξία των αναμενόμενων χρηματικών ροών που προκύπτουν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΕΝΤΟΚΑ ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ

#### 3.1 Γενικά

Τα «Έντοκα Γραμμάτια» του Ελληνικού Δημοσίου είναι πιστωτικοί τίτλοι, η διάρκεια των οποίων δεν ξεπερνάει το ένα έτος είναι τρίμηνη, εξάμηνη και δωδεκάμηνη και εκδίδονται δυο φορές τον μηνά στην πρώτη του μηνός και στις 15 κάθε μηνά. Τα γραμμάτια αυτά εκδίδονται από την Κεντρική Τράπεζα, είναι ανώνυμα και φέρουν κάποιο ονομαστικό επιτόκιο που αναγράφεται πάνω στον τίτλο. Ο σκοπός της έκδοσης των Γραμματίων αυτών είναι ο δανεισμός του κράτους από το αποταμιευτικό κοινό που είναι απαραίτητα για την κάλυψη αμέσων και βραχυπροθέσμων κρατικών αναγκών όπως η χρηματοδότηση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού. Το επιτόκιο διαμορφώνεται ανάλογα με την πορεία του πληθωρισμό και ανάλογα με την διάρκεια τους, με τη λήξη της προθεσμίας, ο κάτοχος του εντόκου γραμματίου εισπράττει το αναγραφόμενο στον τίτλο ποσό τον αγοραστή του τίτλου. Από την άλλη πλευρά δομώ Στην αγορά των Εντόκων Γραμματίων τα χρηματικά κεφαλαία διακινούνται με την έκδοση «χαρτιών» που πωλούνται και αγοράζονται σε τιμή χαμηλότερη από την τιμή που αναγραφούν. Η διαφορά μεταξύ της Ονομαστικής Τιμής και της Τιμής Έκδοσης αποτελεί την «αμοιβή» του αγοραστή του τίτλου ο οποίος «θυσιάζει» τους χρηματικούς πόρους για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα κατά τη διάρκεια του οποίου τους χρησιμοποιεί ο εκδότης. Η αμοιβή αυτή «προεισπράττεται» ως τόκος από τον αγοραστή του τίτλου. Από την άλλη πλευρά όμως η «αμοιβή» αυτή μοιάζει σαν να είναι το βέβαιο «κέρδος του κεφαλαίου» που θα εισπράξει ο αγοραστής ή το κόστος που θα καταβάλει ο πώλησης του τίτλου.

Ουσιαστικά πάντως το Έντοκο Γραμμάτιο εκδίδεται υπό μορφή προεξοφλήματος, αφού στο χρόνο αγοράς του τίτλου ο αγοραστής πληρώνει μια τιμή μικρότερη της Ονομαστικής Τιμής κατά ένα ποσό το οποίο αντιστοιχεί

με κάποιο επιτόκιο προεξόφλησης. Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι εκδίδονται αυτού του είδους τα γραμμάτια υπό το άρτιο, δηλαδή ότι διατίθενται στο κοινό σε μια τιμή που προκύπτει από την ονομαστική αν αναιρεθεί το ποσό της προεξόφλησης.

Τα Έντοκα Γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου διατίθενται από το κεντρικό κατάστημα τής Τράπεζας της Ελλάδος, τις Εμπορικές Τράπεζες (Εμπορική Τράπεζα, Αγροτική Τράπεζα, Εθνική Τράπεζα, Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο, Τράπεζα Πειραιώς, Alpha Bank, Eurobank, όπως επίσης και από το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και τα μέλη του Χρηματιστηρίου.

Τα έντοκα γραμμάτια απευθύνονται κυρίως σε μικροεπενδυτές και παρέχουν υψηλές πραγματικές αποδόσεις, αφού το επιτόκίό τους βρίσκεται πολύ πάνω από τον πληθωρισμό. Οι τίτλοι είναι ανώνυμοι και διαπραγματεύσιμοι στις τράπεζες και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Αυτό σημαίνει ότι κάθε επενδυτής σε περίπτωση ανάγκης μπορεί εύκολα να πώληση τους τίτλους του πριν από τη λήξη τους σε οποιαδήποτε τράπεζα ή στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σε τιμές που ισχύουν στη δευτερογενή αγορά. Οι μεγάλοι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να συμμετέχουν στις δημοπρασίες των ΕΓΕΔ μόνο μέσω των τραπεζών και υπό την προϋπόθεση ότι το ελάχιστο ποσό της προσφοράς τους θα αφορά τίτλους ονομαστικής αξίας 30.000€. Το ευρύ επενδυτικό κοινό προμηθεύεται τα έντοκα γραμμάτια από τις τράπεζες και τα άλλα πιστωτικά ιδρύματα, τους χρηματιστές-μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών (ΧΑΑ), καθώς και από κάθε άλλο νομικό πρόσωπο που έχει εξουσιοδοτηθεί για πώληση τίτλων του Δημοσίου. Παρ' όλα αυτά και επειδή τα ΕΓΕΔ διατίθενται μέσω δημοπρασιών πολλαπλών τιμών, η απόδοση που μπορεί κάθε επενδυτής να βρει για μια συγκεκριμένη έκδοση ΕΓΕΔ ενδέχεται να διαφέρει από τράπεζα σε τράπεζα. Ο επενδυτής πρέπει να διερευνά την αγορά και να επιλέγει εκείνο το πιστωτικό ίδρυμα που προσφέρει τις καλύτερες αποδόσεις. Οι τόκοι υπολογίζονται από την ονομαστική αξία των τίτλων αν αφαιρεθεί η παρούσα αξία τους. Για τον υπολογισμό των τόκων χρησιμοποιείται ως βάση έτος 360 ημερών και μήνας 30 ημερών (30/360), ανεξάρτητα από το αν ο μήνας ή το έτος έχουν στην πραγματικότητα διαφορετικό αριθμό ημερών.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την μεσολάβηση τους στην πώληση των εντόκων γραμματίων παίρνουν μια προμήθεια της τάξης του 5% της ονομαστικής αξίας των γραμματίων.

Τα έντοκα γραμμάτια αγοράζονται από τους αποταμιευτές καθώς και από τους θεσμικούς επενδυτές που έχουν ως σκοπό την βραχυπρόθεσμη σταθερή απόδοση που προσφέρεται με την εγγυητή του Δημοσίου. Ορισμένες φορές οι τράπεζες υποχρεούνται από το κράτος να διατηρούν στο χαρτοφυλάκιο τους ορισμένη ποσότητα «Εντόκων Γραμματίων».

Τα «Έντοκα Γραμμάτια» είναι ονομαστικής αξίας 300 €, 600 €, 1500 €, και 3000 € και διάρκειας, όπως προαναφέραμε παραπάνω, τριών, έξι και δώδεκα μηνών.

Τα «Έντοκα Γραμμάτια» εξοφλούνται την ημέρα που λήγουν. Αν λήγουν σε μη εργάσιμη ημέρα, η εξόφληση τους γίνεται την αμέσως επόμενη εργάσιμη ημέρα χωρίς να πληρωθεί προσθετός τόκος για τις παραπάνω ημέρες.

Αν πρόκειται για φυσικούς τίτλους και προσκομισθούν για εξόφληση μετά τη λήξη τους, δεν αποφέρουν τόκο για το χρόνο από τη λήξη τους ως την προσκόμιση τους για εξόφληση.

Τα «Έντοκα Γραμμάτια» σε φυσική μορφή που έληξαν και προσκομίζονται για ανανέωση αντικαθίστανται με νέα ίσης χρονικής διάρκειας και αποφέρουν τόκο για όλο το χρόνο της ανανέωσης τους.

Τα «Έντοκα Γραμμάτια» που έχουν εξοφληθεί ή δεν έχουν ανανεωθεί σε χρονικό διάστημα 30 ημερών από τη λήξη τους θεωρούνται ότι ανανεώθηκαν σιωπηρά για περίοδο ίση με την αρχική τους διάρκεια. Η σιωπηρή ανανέωση όμως γίνεται μονό μια φορά.

Η αξίωση των κατόχων των τίτλων για το κεφαλαίο και τους τόκους των «Εντόκων Γραμματίων» που έχουν στα χέρια τους παραγράφεται αν περάσουν πέντε χρονιά μετά τη λήξη της σιωπηρής ανανέωσης των τίτλων.

Πραγματική Απόδοση των «Εντολών Γραμματίων» κατά τη διάρκεια 1994 – 1997.

Τα επιτόκια της τελευταίας σειράς «Εντόκων Γραμματίων» που κυκλοφόρησαν στο τέλος Φεβρουαρίου 1997 ήταν 9,4% για τα τρίμηνα «Έντοκα Γραμμάτια» 9,7% για τα εξάμηνα «Έντοκα Γραμμάτια», και 10,5% για τα ετησία.

Η ιδιομορφία τους έγκειται στο ότι ο τόκος προεισπράττεται από τον αγοραστή και αυτό αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα.

Ο φόρος για τα «Έντοκα Γραμμάτια», που εκδοθήκαν μετά την 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 1997, υπολογίζεται με συντελεστή 7,5% επί των τόκων και προεισπράττεται.

### 3.2 Παράδειγμα έντοκου γραμματίου

Η τιμή πώλησης «Έντοκου Γραμματίου» ονομαστικής αξίας 3000 € και ετησίας διάρκειας, της τελευταίας σειράς που κυκλοφόρησε στο τέλος Φεβρουαρίου του 2007, με επιτόκιο 10,5% ήταν 2693,55 €.

Στην τιμή αυτή συμπεριλαμβάνεται και ο φόρος 21,38 € που αντιστοιχεί στους τόκους ύψους 285,07 €.

#### Συγκεκριμένα:

$$\text{ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ} = 3000 / 1,105 = 2714,93 \text{ €}$$

$$\text{ΤΟΚΟΙ} = 3000 - 2714,93 \text{ €} = 285,07 \text{ €}$$

$$\text{ΦΟΡΟΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΤΟΚΩΝ} = 285,07 \times 7,5\% = 21,38 \text{ €}$$

$$\text{ΑΡΑ ΤΙΜΗ ΠΩΛΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΝΤΟΚΟΥ ΓΡΑΜΜΑΤΙΟΥ} = 2714,93 - 21,38 = 2693,55 \text{ €}$$

Συμπεραίνουμε δηλαδή ότι πληρώνοντας 2693,55 € και εισπράττοντας στη λήξη, υστέρα από ένα χρόνο, 3000 €, η απόδοση κεφαλαίου του αποταμιευτή ή του θεσμικού επενδυτή διαμορφώνεται σε 11,3% ( $3000 / 2693,55$ ).

Στο παραπάνω σχεδιάγραμμα παρατηρούμε ότι ο ρυθμός μείωσης των επιτοκίων ήταν σημαντικά μεγαλύτερος από το ρυθμό μείωσης του πληθωρισμού και συνεπώς ο ρυθμός μείωσης της πραγματικής απόδοσης των «Έντοκων Γραμματίων» ήταν μεγαλύτερος. Πράγμα που σημαίνει ότι η πραγματική απόδοση των «Έντοκων Γραμματίων» μειώθηκε σημαντικά από το 2004 και αντιστρόφως.

### 3.3 Πλεονεκτήματα των «Έντοκων Γραμματίων» για τους αγοραστές του

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των «Έντοκων Γραμματίων» για τους αγοραστές τους είναι τα εξής:

1. Είναι ανώνυμοι τίτλοι, μεταβιβάζονται ελεύθερα και ρευστοποιούνται εύκολα στη λήξη τους σε οποιοδήποτε κομιστή.
2. Μπορούν εύκολα να προεξοφληθούν από τις τράπεζες, με τους ορούς που ισχύουν ανάλογα με το χρόνο προεξόφλησης σε σχέση με το χρόνο λήξης τους.
3. Ο συντελεστής φόρου επί των τόκων των «Εντόκων Γραμματίων» (7,5%) είναι χαμηλότερος από τον συντελεστή φόρου επί των τόκων των καταθέσεων (15%).
4. Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις μπορούν να επενδύουν τα ρευστά διαθέσιμα τους σε «Έντοκα Γραμμάτια», ανεξάρτητα από το αν λαμβάνουν δάνεια από τις τράπεζες και χρησιμοποιούν μέρος του δανείου γι' αυτό το σκοπό.
5. Σημειώνουμε ότι η μεγάλη αύξηση των «Εντόκων Γραμματίων» που εκδίδει το δημόσιο και η υποχρεωτική ή μη απορρόφησή τους από τις τράπεζες έχει αρνητικές επιπτώσεις για την παραγωγική διαδικασία της οικονομίας. Συγκεκριμένα, εάν οι σημαντικές ποσότητες χρήματος που απορροφά το κράτος από τις τράπεζες διατίθεται σε μη παραγωγικές δαπάνες, τότε αυξάνεται ο πληθωρισμός, αφού αυξάνει η συνολική εσωτερική ζήτηση, χωρίς να μπορεί το εγχώριο παραγωγικό δυναμικό να αυξήσει την παραγωγική του και τη συνολική προσφορά προϊόντων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ

#### 4.1. Γενικά

Είναι τίτλοι που εκδίδονται από το δημόσιο, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων από την αποταμίευση του κοινού για την κάλυψη των βραχυπροθέσμων και μεσοπρόθεσμων αναγκών του. Ένα ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο, στο οποίο ο εκδότης έχει την υποχρέωση να καταβάλει, στην λήξη της σύμβασης, την ονομαστική αξία αυτής και σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα ποσό χρημάτων (το κουπόνι). Άλλοι όροι μπορούν επίσης να συνδεθούν με την έκδοση ομολόγου, όπως η υποχρέωση για τον εκδότη να παρέχει ορισμένες πληροφορίες στον κάτοχο ομολόγων ή άλλοι περιορισμοί στη συμπεριφορά του εκδότη. Τα ομόλογα εκδίδονται γενικά για ένα καθορισμένης διάρκειας χρονικό διάστημα (ωριμότητα) μεγαλύτερο ενός έτους. Ένα ομόλογο είναι απλώς ένα δάνειο, αλλά υπό μορφή ασφάλειας, αν και η ορολογία που χρησιμοποιείται είναι μάλλον διαφορετική. Ο εκδότης είναι ο οφειλέτης, ο κάτοχος ομολόγων ο δανειστής και το κουπόνι είναι ο τόκος. Τα ομόλογα επιτρέπουν στον εκδότη να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις με εξωτερικά κεφάλαια. Μπορεί κανείς λοιπόν να διακρίνει ότι τα στοιχεία που προσδίδουν σε ένα ομόλογο την ταυτότητά του είναι πρώτον ο εκδότης, δεύτερον το κουπόνι με βάση το οποίο θα γίνονται οι τακτικές πληρωμές και τρίτον η χρονική διάρκεια της σύμβασης. Χρεόγραφα με μια ωριμότητα μικρότερη ενός έτους είναι είτε γραμμάτια ή συναλλαγματικές, και θεωρούνται όργανα της αγοράς χρημάτων.

Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι και τα δύο χρεόγραφα, αλλά η διαφορά είναι ότι οι κάτοχοι μετοχών είναι ιδιοκτήτες ενός μέρους της εκδότριας εταιρείας (έχουν εταιρικό μερίδιο), ενώ οι κάτοχοι ομολόγων είναι στην ουσία δανειστές του εκδότη. Επίσης τα ομόλογα έχουν συνήθως έναν καθορισμένο χρόνο ή ωριμότητα, και μετά το ομόλογο εξαγοράζεται ενώ οι μετοχές μπορούν να

είναι, κατά τρόπο, αορίστου χρόνου. Τέλος η πληρωμή του αντίστοιχου κουπονιού ενός ομολόγου προηγείται της απόδοσης μερίσματος από την αντίστοιχη εταιρία, ενώ ο κάτοχος του ομολόγου μπορεί, να προβεί στην δικαιοσύνη στην περίπτωση, που δεν του αποδοθεί το κουπόνι του, ενώ με το μέρισμα μιας μετοχής δεν ισχύει κάτι τέτοιο.

## 4.2 Πλεονεκτήματα των ομολόγων

Τα πλεονεκτήματα των ομολόγων είναι τα εξής:

- Είναι τίτλοι ελεύθεροι μεταβιβάσιμοι και διαπραγματεύσιμοι στο Χ.Α.Α.
- Είναι δυνατόν να ρευστοποιήσουν με προεξόφληση από τις τράπεζες πριν τη λήξη τους.
- Προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις από τις άλλες μορφές τοποθετήσεων που σχετίζονται με το επιτόκιο αν και το τελευταίο καιρό τα περιθώρια τους βρίσκονται στα χαμηλότερα επίπεδα από ποτέ.
- Ο συντελεστής φορολογίας των τόκων των ομολόγων είναι 7.5% είναι χαμηλότερος από τον αντίστοιχο συντελεστή των καταθέσεων που είναι 15%.
- Τέλος τα ομόλογα του δημοσίου εκδίδονται τόσο σε Ευρώ όσο και σε ξένο νόμισμα (δολάριο ΗΠΑ, Γιεν Ιαπωνίας κ.α.)
- Τα ομόλογα είναι τίτλοι διαπραγματεύσιμοι.
- Προσφέρουν σταθερές αποδόσεις.
- Προσφέρουν δυνατότητα επιλογής στον πελάτη του <ρίσκου> που επιθυμεί να αναλάβει. Αναλόγως τον εκδότη και την πιστοληπτική του ικανότητα διαμορφώνεται η απόδοση του ομολόγου.
- Μέσω της ποικιλίας των εκδόσεων προσφέρεται στον πελάτη μεγάλη δυνατότητα επιλογής ως προς την διάρκεια της επένδυσης καθώς και στο νόμισμα στο οποίο ενδιαφερόμαστε να επενδύσουμε.
- Η Τράπεζα δύναται να προσφέρει στους πελάτες της άμεση πρόσβαση στις αγορές ομολόγων.



- Τιμές αγοράς και πώλησης δίνονται ανά πάσα στιγμή από την Διεύθυνση Διαχείρισης Διαθεσίμων χωρίς την επιβάρυνση οποιαδήποτε **προμήθειας** για τον πελάτη

## 4.3 Είδη Ομολόγων

### 4.3.1 Αναλόγως με τον εκδότη:

**4.3.1.1 Κυβερνητικό ομόλογο (treasury bond)** Το κυβερνητικό ομόλογο (treasury bond) είναι η συνηθέστερη και πιο κοινή περίπτωση ομολόγου. Ομόλογα τέτοιου τύπου συναντώνται σε πολλές χώρες. Εκδίδονται για σχετικά μεγάλα ποσά, θεωρούνται εξαιρετικής πιστωτικής αξίας και έχουν μεγάλη ρευστότητα. Με τον τρόπο αυτό οι κυβερνήσεις καλύπτουν σε ένα βαθμό τις δανειακές τους ανάγκες. Θεωρούνται σημείο αναφοράς για την τιμολόγηση όλων των άλλων εκδόσεων. Η αγορά των κυβερνητικών ομολόγων των ΗΠΑ είναι η μεγαλύτερη στον κόσμο αποτελώντας γι' αυτό σημείο αναφοράς των διεθνών αγορών, με τα T-bonds, T-bills, T-notes (όπου το T σημαίνει Treasury). Μεταξύ των βασικών αιτιών που συντέλεσαν σε αυτήν την ανάπτυξη ήταν τα μεγάλα ελλείμματα του προϋπολογισμού της χώρας και η διεθνοποίηση της αγοράς αυτής αφού ο αριθμός των ξένων επενδυτών αυξήθηκε με γρήγορους ρυθμούς. Σήμερα το μεγαλύτερο μέρος των κυβερνητικών ομολόγων βρίσκεται στα χέρια ξένων επενδυτών. Προϊόντα αυτής της αγοράς είναι τα έντοκα γραμμάτια (treasury bills), τα ομόλογα με διάρκεια από 2 έως 10 χρόνια (treasury notes) και τα ομόλογα με διάρκεια μεγαλύτερη των 10 ετών (treasury bonds).

**4.3.1.2 Επιχειρηματικό ομόλογο (corporate bond)** Ένα επιχειρηματικό ομόλογο (corporate bond) προορίζεται να χρηματοδοτήσει επιχειρηματικά χρέη. Είναι φυσικό να μη θεωρείται ίδιας ποιότητας με το κυβερνητικό, αλλά τόσο η πιστωτική του αξία όσο και η ρευστότητα των αγορών του εξαρτώνται από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη. Τέτοια ομόλογα

έχουν εκδοθεί από βιομηχανικές εταιρείες, επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας ή και τράπεζες

**4.3.1.3 Δημοτικό ομόλογο (municipal bond)** Το δημοτικό ομόλογο (αγγλικά: municipal bond) εκδίδεται από διάφορες βαθμίδες της αυτοδιοίκησης και είναι γενικά καλής ποιότητας και ρευστότητας. Ανεπτυγμένη αγορά τέτοιων ομολόγων υπάρχει κυρίως στις ΗΠΑ.

**4.3.1.4 Υπερεθνικό ομόλογο (supranational bond)** Το υπερεθνικό ομόλογο (supranational bond) εκδίδεται από διεθνείς οργανισμούς που έχουν την καλύτερη δυνατή αξιολόγηση από πλευράς κινδύνου (triple A). Τέτοιοι οργανισμοί είναι η Παγκόσμια τράπεζα (World Bank), η Ευρωπαϊκή επενδυτική τράπεζα (European Investment Bank) κ.α. Έχουν κάνει δε εκδόσεις σε όλα τα σημαντικά νομίσματα.

### **4.3.2 Αναλόγως με το κουπόνι και το είδος των πληρωμών**

Ομόλογα που διαπραγματεύονται με έκπτωση από την ονομαστική τους αξία και πραγματοποιούν μόνο μια καταβολή κεφαλαίου στην λήξη τους (discount securities)

#### **4.3.2.1 Ομόλογο μηδενικού επιτοκίου (Zero coupon bond)**

Ομόλογα που δεν προβλέπουν ενδιάμεσες πληρωμές κουπονιών. Συνήθως έχουν διάρκεια από 1 έως 3 χρόνια οι οποίοι απευθύνονται σε επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν σε τίτλους όμοιους με τα έντοκα γραμμάτια, μεγαλύτερης όμως διάρκειας. Τα ομόλογα αυτά πωλούνται σε τιμή χαμηλότερη από την ονομαστική τους αξία. Ο επενδυτής έτσι έχει στην κατοχή του, τους τίτλους, την ονομαστική αξία των οποίων εισπράττει κατά την ημερομηνία λήξης τους. Όπως και στα Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, έτσι και στα ομόλογα χωρίς τοκομερίδια, ο επενδυτής εισπράττει την απόδοση των τίτλων προκαταβολικά. Οι τόκοι αυτοί είναι ίσοι με τη διαφορά της τελικής ονομαστικής αξίας των τίτλων μείζον το αρχικό ποσό που ο επενδυτής κατέβαλε για την αγορά τους. Τα

ομόλογα αυτά εξασφαλίζουν σταθερή απόδοση για όλη τη διάρκεια τους, ενώ παράλληλα παρέχουν εξοικονόμηση χρόνου στους επενδυτές. Στην περίπτωση που οι επενδυτές είχαν επενδύσει σε Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, θα ήταν υποχρεωμένοι να προβούν στη διαδικασία ανανέωσης τους στο τέλος του πρώτου έτους χωρίς να γνωρίζουν εκ των προτέρων το επιτόκιο που θα ίσχυε για το δεύτερο έτος. Η ουσιώδης ιδιότητα των zero coupons είναι ότι απαλλάσσει τον επενδυτή από το πρόβλημα της επανεπένδυσης των τόκων που θα εισέπραττε σε κάθε πληρωμή κουπονιού. Δεν είναι έτσι εκτεθειμένος στον κίνδυνο να αναγκαστεί να επανεπένδυση τις εισπράξεις των κουπονιών σε χαμηλότερα επιτόκια.

#### **4.3.2.2 Ομόλογο σταθερού επιτοκίου (fixed coupon)**

Η πιο διαδεδομένη και απλή μορφή ομολόγων. Είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας από δυο μέχρι δεκαπέντε έτη, οι οποίοι απευθύνονται σε επενδυτές που επιθυμούν να εξασφαλίσουν σταθερές ετήσιες αποδόσεις για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια, τα οποία κάθε χρόνο αποφέρουν σταθερή πρόσοδο τόκων και εξοφλούνται στη λήξη τους στην ονομαστική τους αξία. Το επιτόκιο με βάση το οποίο υπολογίζεται η κάθε πληρωμή, είναι σταθερό για όλη τη διάρκεια ζωής των ομολόγων ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Η τακτικότητα των πληρωμών είναι ανά εξάμηνο ή ανά χρόνο.

#### **4.3.2.3. Ομόλογο κυμαινόμενου επιτοκίου (floating – rate notes)**

Είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας, τριών έως επτά ετών, οι οποίοι απευθύνονται σε επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους εξασφαλίζοντας αποδόσεις που θα είναι πάντα σύμφωνες με τους ορούς που επικρατούν στην αγορά που είναι το διαφορετικό επιτόκιο για κάθε τοκοφόρο περίοδο. Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια, το ονομαστικό επιτόκιο των οποίων γίνεται γνωστό στην αρχή κάθε τοκοφόρου περιόδου. Το επιτόκιο αυτό συνήθως διαφέρει από έτος σε έτος και εαυτού του λογού οι τίτλοι αυτοί ονομάζονται κυμαινόμενου επιτοκίου επίσης το επιτόκιο τους καθορίζεται τρεις εργάσιμες μέρες πριν από την έναρξη της κάθε ετησίας τοκοφόρου περιόδου. Για την έκδοση

ομολόγων, το επιτόκιο τους είναι αυτό των ετησίων εντόκων γραμματίων ετησίας διάρκειας που ισχύει κατά το χρόνο προσδιορισμού προσαυξανόμενο κατά 0,3 της μονάδας για το τριετές ομόλογο, κατά 0,8 της μονάδας για το πενταετές ομόλογο και 1,3 της μονάδας για το επταετές ομόλογο. Για την τοκοφόρο περίοδο ενός έτους το επιτόκιο ορίζεται σε 10,8% για τα τριετή, σε 11,3% για τα πενταετή, και σε 11,8% για τα επταετή ομόλογα. Τέλος τα ομόλογα αυτά εξοφλούνται στη λήξη τους στην ονομαστική τους αξία. Τα ομόλογα αυτά πωλούνται στην ονομαστική τους αξία και φέρουν τοκομερίδια ή κουπόνια. Στη λήξη κάθε τοκοφόρου περιόδου, δηλαδή κάθε έτους, ο κάτοχος του τίτλου κόβει το κουπόνι, το προσκομίζει στην τράπεζα και εισπράττει τον τόκο που αναλογεί. Στη λήξη του τίτλου θα εισπράξει ο κάτοχος και το κεφαλαίο επένδυσης του.

#### **4.3.2.4 Τιμαριθμόμενο ομόλογο με τοκομερίδιο** (index – linked bonds)

Είναι τίτλοι μέσης και μεγάλης διάρκειας πέντε και δέκα ετών, οι οποίοι απευθύνονται κυρίως σε θεσμικούς επενδυτές καθώς και σε τράπεζες, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό.

Επίσης απευθύνονται σε εκείνους τους ιδιώτες επενδυτές που επιθυμούν να επενδύσουν τα χρήματά τους εξασφαλίζοντας ετησίως σταθερές πραγματικές αποδόσεις πάνω από τον πληθωρισμό για μεγάλα χρονικά διαστήματα.

Τα ομόλογα αυτά φέρουν τοκομερίδια, το επιτόκιο των οποίων ισούται με μια ετησία σταθερή πραγματική απόδοση πάνω από τον πληθωρισμό και το οποίο είναι γνωστό από την ημερομηνία έκδοσης τους. Υπολογίζεται όμως στην αναπροσαρμοσμένη κάθε φορά αξία του ομολόγου βάσει του τιμαριθμού. Οι τίτλοι αυτοί αγοράζονται κατά την ημερομηνία έκδοσης τους στην ονομαστική τους αξία, αλλά εξοφλούνται σε πολύ υψηλότερη αξία, ανάλογα με την εξέλιξη του πληθωρισμού.

Ο βασικός παράγοντας που καθορίζει την απόδοσή τους είναι η ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη τιμών του καταναλωτή μεταξύ της περιόδου αγοράς και ωρίμανσης του τίτλου. Έτσι, τα ομόλογα αυτά εγγυώνται ότι τα χρήματα των επενδυτών θα αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό που αυξάνει ο πληθωρισμός και του δίνουν επιπλέον ένα επιτόκιο 3% - 4,5% που είναι η πραγματικά ζητούμενη από τον επενδυτή απόδοση.

Οι τίτλοι αυτοί θα αγοράζονται στην ονομαστική τους αξία αν φέρουν κουπόνια ή με έκπτωση σε τιμή μικρότερη από την ονομαστική τους αξία αν δεν φέρουν κουπόνια, όπως συμβαίνει με τα έντοκα γραμμάτια. Στη λήξη τους θα εξοφλούνται όχι στην ονομαστική τους αξία αλλά στην αξία που προκύπτει από αυτή αν ληφθεί υπόψη και η εξέλιξη του δείκτη καταναλωτή. Έτσι ο κάτοχος του ομολόγου θα πρέπει να περιμένει ως τη λήξη του για να εισπράξει την απόδοση.

Το Υπουργείο Οικονομικών πραγματοποίησε στις 19 Μαΐου 1997, για πρώτη φορά την έκδοση τιμαριθμοποιημένων ομολόγων με τοκομερίδια (State Bond Index Linked) πενταετούς και δεκαετούς διάρκειας με σταθερή ετησία απόδοση 4% πάνω από τον πληθωρισμό.

Η διάθεση των τίτλων στο επενδυτικό κοινό έγινε με δημοσιά εγγραφή και με τη μορφή αυλών τίτλων. Οι νέοι τίτλοι απευθύνονται σε όλο το επενδυτικό κοινό αλλά ιδιαίτερα σε εκείνους τους επενδυτές που ενδιαφέρονται να έχουν εξασφαλισμένες σταθερές πραγματικές αποδόσεις ( πάνω από τον πληθωρισμό) για μεγάλο χρονικό διάστημα

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### REPOS

#### 5.1 Γενικά

Με τον όρο repos που προέρχεται από την αγγλική γλώσσα repurchase agreement ορίζουμε τις συμφωνίες επαναγοράς.

Ένα σημαντικό βήμα προς την ανάπτυξη της δευτερογενούς χρηματοοικονομικής αγοράς των τίτλων σταθερού εισοδήματος είναι η δημιουργία μιας οργανωμένης αγοράς repos. Η συμβολή μιας οργανωμένης αγοράς repos στην αύξηση της ρευστότητας της αγοράς είναι ουσιαστική.

Οι συμφωνίες επαναγοράς συνάπτονται μεταξύ των τραπεζών και την μερίδα επενδυτών που προβλέπουν την πώληση, από την τράπεζα στον επενδυτή, τίτλων σταθερού εισοδήματος π.χ. Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου και την ταυτόχρονη συμφωνία επαναγοράς αυτών των τίτλων από την τράπεζα ύστερα από ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα μεταξύ μιας ημέρας μέχρι έναν μήνα ή ακόμα και μετρικούς μήνες και σε συγκεκριμένη τιμή αγοράς.

Η απόδοση των repos, για τους καλύτερους πελάτες είναι συνήθως 2 – 3 % αλλά αξίζει να σημειωθεί ότι ο τρόπος υπολογισμού της απόδοσης των repos είναι η διαφορά μεταξύ της αρχικής τιμής πώλησης και της υψηλότερης αγοράς. Επίσης η μελλοντική αξία των «repos» υπολογίζεται από τον τύπο

$$FV = PV * (1 + In)n$$

Όπου PV είναι η παρούσα αξία του repos

In είναι το επιτόκιο της κάθε περιόδου

n είναι οι περίοδοι ανατοκισμού του repos

$$In = t / n$$

Τα repos είναι μια βραχυχρόνια επένδυση και απευθύνεται σε επενδυτές όπου μπορούν να διαθέσουν 30.000€ και παραπάνω.

Συνήθως στις συμφωνίες *repos* καταφεύγουν οι τράπεζες, όταν έχουν ανάγκη να αντλήσουν κεφάλαια για να αντιμετωπίσουν ανάγκες ρευστότητας. Εκτός από τη μορφή πώλησης από τις τράπεζες και επαναγοράς τίτλων σταθερού εισοδήματος, υπάρχει και η αντίστροφη συμφωνία «*reserve repos*», δηλαδή η συμφωνία πώλησης τίτλων σταθερού εισοδήματος από τις επιχειρήσεις σε τράπεζες, με την υποχρέωση επαναγοράς από αυτές σε συγκεκριμένη χρονολογία και με συγκεκριμένο επιτόκιο.

Τα *repos* είναι μια βραχυπρόθεσμη μορφή επένδυσης, απευθύνεται σε επενδυτικά κεφάλαια άνω των 30.000€

Συνήθως, στις συμφωνίες *repos* προσφεύγουν οι τράπεζες, όταν έχουν ανάγκη να αντλήσουν κεφάλαια για να αντιμετωπίσουν ανάγκες ρευστότητας.

Οι συμφωνίες *repos* εμφανίστηκαν για πρώτη φορά στη χώρα μας το 1990. Οι συμφωνίες αυτές είχαν μεγάλη άνθιση από το 1991 – 1993 και ιδιαίτερα στα μέσα του 1994, όταν τα επιτόκια δανεισμού στη διατραπεζική αγορά ήταν υψηλά.

Κατά την περίοδο του 1991 μέχρι και τα μέσα του 1994 τα *repos* έδωσαν σημαντικά υψηλές αποδόσεις, οι οποίες συνήθως ήταν υψηλότερες από οποιαδήποτε άλλη εναλλακτική επένδυση. Εκτός από τη μορφή της πώλησης από τις τράπεζες και επαναγορά τίτλων σταθερού εισοδήματος υπάρχει και η αντίστροφη συμφωνία, δηλαδή η συμφωνία πώλησης τίτλων σταθερού εισοδήματος από τις επιχειρήσεις σε τράπεζες με την υποχρέωση επαναγοράς τους απ'αυτές σε συγκεκριμένη χρονολογία και συγκεκριμένο επιτόκιο.

«Η εξωχρηματιστηριακή πώληση εντόκων γραμματίων ή ομολόγων του Δημοσίου με οποιοσδήποτε ειδικές συμφωνίες (όπως συμφωνίες επαναγοράς ή επαναπώλησης) είναι έγκυρη εφόσον ο αγοραστής ή ο πωλητής ή και οι δυο πλευρές είναι μέλη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ή τράπεζες.»

Τα «*reserve repos*» που όπως προαναφέραμε παραπάνω είναι συμφωνία επαναπώλησης παρέχουν τη δυνατότητα στον επενδύτη να προβαίνει σε συμφωνία, ως πωλητής των τίτλων, των οποίων έχει την κυριότητα, με το αντισυμβαλλόμενο μέρος δηλαδή την τράπεζα ή μέλος του χρηματιστηρίου και να τους μεταβιβάσει την κυριότητα των τίτλων σε συμφωνημένη τιμή και για ορισμένο χρονικό διάστημα.

Μετά την πάροδο του προσυμφωνημένου χρονικού διαστήματος, ο επενδυτής επαναγοράζει τους τίτλους καταβάλλοντας στην τράπεζα ή στο μέλος του χρηματιστηρίου το τίμημα της επαναπώλησης.

Η ελκυστικότητα των «reserve repos» είναι διπλή, γιατί αφενός δίνεται η δυνατότητα στον επενδυτή χρεογράφων ένας ακόμη εναλλακτικός τρόπος βραχυπρόθεσμης δανειοδότησης και αφετέρου η αγορά χρεογράφων αποκτά μεγαλύτερη κινητικότητα.

Για να αντιληφθείτε τη σημασία των Repos στη χρηματοδότηση και στις ανάγκες ρευστότητας ιδιωτών, επιχειρήσεων και χρηματοπιστωτικών μεσολαβητών –κυρίως τραπεζών- αρκεί να σημειώσετε την ακόλουθη πληροφορία: στα τέλη του 2001 (τελευταία χρονιά για την οποία υπάρχουν διαθέσιμα παγκόσμια στατιστικά στοιχεία για Repos), το σύνολο των καθημερινών συναλλαγών Repos στις κυριότερες διεθνείς χρηματαγορές κυμαινόταν ανάμεσα στα 150 και στα 400 δισεκατομμύρια δολάρια.

Ο τρόπος λειτουργίας των Repos στην Ελλάδα τα τελευταία δύο-τρία χρόνια είναι ο εξής: ο Α της προηγούμενης παραγράφου είναι συνήθως οι μεγάλοι και «καλοί» πελάτες των εμπορικών τραπεζών που έχουν ρευστά διαθέσιμα αρκετά συχνά μέσα στο χρόνο και σε μεγάλα ποσά. Οι εμπορικές τράπεζες προτείνουν στους πελάτες τους αυτούς να κάνουν Repos με ελάχιστο αποδεκτό ύψος για μια τάξη Repos που κυμαίνεται. Τα συναπτόμενα Repos είναι συνήθως των τριάντα ημερών και τόσο οι τράπεζες όσο και οι πελάτες τους βρίσκουν ιδιαίτερος συμφέρουσα μια τέτοια συναλλαγή, ο καθένας για τους δικούς του λόγους.

Οι εμπορικές τράπεζες χρησιμοποιούν ως αντικείμενο του Repos τα Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου και τα Ομόλογα του Δημοσίου τα οποία έχουν στην κατοχή τους, είτε επειδή αυτοβούλως χρησιμοποίησαν ρευστά τους διαθέσιμα για μακροχρόνια τοποθέτηση στους τίτλους αυτούς (π.χ. για ένα ή δύο χρόνια), είτε επειδή έχουν υποχρεωθεί παλαιότερα από την Τράπεζα της Ελλάδος να τοποθετήσουν τμήμα του υπολοίπου των καταθέσεων τους σε τέτοιους τίτλους, για να χρηματοδοτηθούν τα ελλείμματα του δημοσίου.

Οι εμπορικές τράπεζες έχουν διπλό συμφέρον να προτείνουν τα Repos στους μεγάλους καταθέτες τους: πρώτον, αποκτούν πρόσθετη ευχέρεια πιστωτικής επέκτασης, αφού με τις πράξεις επί των Repos υπερβαίνουν ή «διαφεύγουν» τα στενά όρια πιστωτικής επέκτασης που τους επιβάλλει η Τράπεζα Ελλάδος



και, δεύτερον, επειδή ένα τμήμα των κρατικών τίτλων, έχει αγορασθεί αυτοβούλως από τα δικά τους διαθέσιμα, οι τράπεζες αποκομίζουν πολλές φορές σοβαρά επιτοκιακά κέρδη. Γιατί, ενώ το επιτόκιο ενός Διαιτούς Ομολόγου που έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους είναι π.χ. 5%, όταν μεταχειρίζονται αυτό το ομόλογο για Repos «δανείζονται» το ποσό των Repos από τους καταθέτες τους με επιτόκιο 3,5%. Αποκομίζουν λοιπόν κέρδος (σημειώστε πρόσθετο κέρδος) ύψους 1,5 εκατοστιαίων μονάδων!

Οι καταθέτες από την άλλη μεριά έχουν επίσης σοβαρά κίνητρα για τα Repos: Πρώτον, μολονότι τα περισσότερα Repos ανανεώνονται κάθε μήνα συνήθως από τους καταθέτες-επενδυτές, παρέχουν εντούτοις το πλεονέκτημα της πολύ άμεσης ρευστότητας. Για παράδειγμα, με ένα μηνιαίο Repo (συνήθως τα Repos των Ελληνικών Τραπεζών είναι μηνιαία) ο καταθέτης επενδυτής έχει πάντοτε τη δυνατότητα να μεταφέρει τα κεφάλαιά του από το Repo σε πιστοποιητικά κατάθεσης, από πιστοποιητικά κατάθεσης σε άλλα Repos κ.λ.π., ανάλογα με το προσφερόμενο –και διαπραγματεύσιμο πλέον- επιτόκιο. Δεύτερο, μολονότι στην πράξη ο πελάτης ποτέ δεν παίρνει στα χέρια του τα έντοκα ή ομόλογα που υπόκεινται σ' ένα Repo (τα φυλάττει η Τράπεζα γι' αυτόν), τα Repos δίνουν και πρόσθετη εξασφάλιση στον πελάτη πως έναντι του «δανείου» που παραχωρεί στην Τράπεζα με το Repo, ο ίδιος έχει στη νοητή κατοχή του ένα πολύ σοβαρό πλεονέκτημα: την εγγύηση του κρατικού τίτλου του οποίου είναι τυπικός ιδιοκτήτης σ' όλη την διάρκεια του Repo. Αυτό σημαίνει πως ο καταθέτης «ψάχνει» (ή μπορεί να «ψάχνει») στην τραπεζική αγορά για το υψηλότερο επιτόκιο του μηνιαίου Repo που θέλει να κάνει, αδιαφορώντας πολλές φορές αν αυτό το υψηλότερο επιτόκιο προέρχεται από μια τράπεζα που μπορεί να έχει μόνιμες δυσκολίες ρευστότητας και (άρα) που μπορεί να βρίσκεται μόνιμα «στο κόκκινο».

## 5.2 Παράδειγμα Repos

Έστω ότι συμφωνείτε με την τράπεζα σας να σας πωλήσει σήμερα Ε.Γ.Ε.Δ. τρίμηνης διάρκειας και συνολικής αξίας 300.000€ και να το αγοράσει ξανά σε δέκα ημέρες έναντι 301.500€.

Μολονότι, πρόκειται για μια τυπική «Συμφωνία Επαναγοράς», στην πραγματικότητα αυτό που συμβαίνει είναι ότι η τράπεζα δανείζεται από εσάς για δέκα μέρες ( $10/365 = 0,027$  χρόνια) και πληρώνει τόκο 1500€ ( $301.500 - 300.000$ ).

Ο τόκος αυτός ισοδυναμεί με ετήσια απόδοση 18,25%

$$i = 301.500 - 300.000 / 300.000 * ( 10 / 365 ) = 1500 / 8220 = 18,25\%$$

Η απόδοση των *repos* , για τους καλύτερους πελάτες, είναι συνήθως 2-3% χαμηλότερη από το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς και είναι διαπραγματεύσιμη. Το ακριβές ύψος της απόδοσης εξαρτάται από την καθημερινή ρευστότητα κάθε τράπεζας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

#### 6.1 Γενικά

Αμοιβαίο Κεφάλαιο όπως έχουμε αναφέρει και στην παράγραφο 12 είναι ένας απλός και σύγχρονος τρόπος επένδυσης των χρημάτων των επενδυτών που μπορούν να αποφέρουν υψηλές αποδόσεις. Ο βασικός σκοπός είναι η συγκέντρωση των κεφαλαίων διαφόρων ατόμων (επενδυτών), τα οποία στη συνέχεια επενδύονται για λογαριασμό τους σε χρηματιστηριακούς και άλλους τίτλους από εξειδικευμένη εταιρεία επενδύσεων που ονομάζεται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.).

Τα εξειδικευμένα στελέχη της ΑΕΔΑΚ γνωρίζουν και παρακολουθούν τις αγορές και έτσι μπορούν να πετύχουν υψηλές αποδόσεις για τα χρήματα των επενδυτών – αποταμιευτών.

Συγκεκριμένα, τα εξειδικευμένα στελέχη της ΑΕΔΑΚ επιλέγουν τους ελκυστικότερους τίτλους, με αντικειμενικό σκοπό τη μεγιστοποίηση της απόδοσής τους. Επιπλέον, επιτυγχάνεται η ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της κατάλληλης διασποράς των κεφαλαίων σε έναν σημαντικό αριθμό αξιόγραφων.

Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι, ότι αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο και ότι το κεφάλαιο του είναι μεταβλητό. Ενώ η ΑΕΔΑΚ είναι νομικό πρόσωπο και αποτελούν σε σχέση με το αμοιβαίο κεφάλαιο δύο διαφορετικές οντότητες.

#### 6.2 Βασικές Κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Τα Α.Κ. ανάλογα με τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου επενδύσεων τους, διακρίνονται σε πέντε μεγάλες κατηγορίες:

1. Σταθερού εισοδήματος
2. Διαχείρισης Διαθεσίμων
3. Αναπτυξιακά
4. Μικτά
5. Διεθνή (Εξωτερικού)

Ωστόσο, με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αλλάζει η κατηγοριοποίηση των Α.Κ, πάντα ανάλογα με τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους, και οι κατηγορίες αποκτούν διαφορετική ονομασία.

Έτσι, τα Α.Κ. θα ενταχθούν σε μια από τις παρακάτω πέντε κατηγορίες, οι οποίες με τη σειρά τους διαιρούνται σε τρεις υποκατηγορίες:

1. Ομολογιακά (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή)
2. Μετοχικά (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή)
3. Διαθεσίμων (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή)
4. Μικτά (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή)
5. Ειδικού τύπου (εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή)

### **6.2.1. Αμοιβαία Κεφάλαια Σταθερού Εισοδήματος (Bond Fund)**

Τα Αμοιβαία Σταθερού Εισοδήματος επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους σε πολυετή ομόλογα και έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου, υψηλότοκες καταθέσεις και χρηματιστηριακά προϊόντα που συνδέονται με τους τίτλους αυτούς (ρέπος κλπ).

Πρόκειται για τα αμοιβαία με το μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο αφού επενδύουν ως επί το πλείστον σε τίτλους σταθερής απόδοσης.

Τα Αμοιβαία Σταθερού Εισοδήματος απευθύνονται σε συντηρητικούς επενδυτές.

### **6.2.2. Αμοιβαία Διαχείρισης Διαθεσίμων (Money Market Fund)**

Τα Αμοιβαία Διαχείρισης Διαθεσίμων επενδύουν κατά κύριο λόγο σε προϊόντα χρηματαγοράς (swaps κλπ) και σε τίτλους σταθερής απόδοσης (ομόλογα, έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου κλπ)

Το βασικό χαρακτηριστικό τους είναι η εύκολη ρευστοποίησή τους με ελάχιστο κόστος.

Απευθύνονται κυρίως στους μικροεπενδυτές που δεν θέλουν να δεσμεύσουν τα χρήματά τους σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις και ταυτόχρονα επιδιώκουν μια σχετικά ικανοποιητική απόδοση.

### **6.2.3. Αναπτυξιακά Αμοιβαία (Growth Fund)**

Τα αναπτυξιακά αμοιβαία επενδύουν το μεγαλύτερο μέρος του ενεργητικού τους σε μετοχές του ΧΑΑ και έτσι θεωρούνται τα αμοιβαία με το υψηλότερο επενδυτικό ρίσκο, αλλά και αυτά που μπορούν να πετύχουν υψηλές αποδόσεις.

Όσο ο επενδυτικός κίνδυνος που φέρει το κάθε αμοιβαίο διαμορφώνεται ανάλογα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθούν οι διαχειριστές του.

Για παράδειγμα, ένα αναπτυξιακό μπορεί να επενδύει ως επί το πλείστον σε μετοχές εταιριών με μεγάλη χρηματιστηριακή αξία (blue chips)<sup>3</sup>, όπως είναι μεγάλες τράπεζες, μεγάλες βιομηχανίες κλπ, οι τιμές των μετοχών των οποίων δεν παρουσιάζουν μεγάλες διακυμάνσεις σε σύντομα χρονικά διαστήματα.

Ο κίνδυνος (ρίσκο) που αναλαμβάνει κάποιος που επενδύει σε ένα τέτοιο αναπτυξιακό αμοιβαίο είναι μικρότερος από κάποιο άλλο αμοιβαίο της ίδιας κατηγορίας που ακολουθεί επιθετική επενδυτική πολιτική και τοποθετεί κεφάλαια σε μετοχές με μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές τους.

Απευθύνονται σαν μακρόχρονη επένδυση σε όλους όσους επιθυμούν τη δυνατότητα μέγιστης αύξησης των κεφαλαίων τους. Ανάλογα με την ποιότητα των μετοχών ο δείκτης «απόδοση/ επενδυτικός κίνδυνος» μπορεί να αυξάνεται ή να μειώνεται.

### **6.2.4. Μικτά Αμοιβαία**

Τα μικτά επενδύουν με διαφορετικό ποσοστό το καθένα σε μετοχές και τίτλους σταθερής απόδοσης (ομόλογα κλπ). Ως εκ τούτου θεωρούνται «αμοιβαία μεσαίου επενδυτικού ρίσκου», αφού οι σταθεροί τίτλοι που περιέχονται στο χαρτοφυλάκίό τους εγγυώνται μια σταθερή απόδοση, το τελικό ύψος της οποίας διαμορφώνεται ανάλογα με τις αποδόσεις των μετοχών.

---

<sup>3</sup> Ο όρος blue chips χαρακτηρίζει διεθνώς τις μετοχές υψηλής ποιότητας

### 6.2.5. Αμοιβαία Εξωτερικού (Διεθνή)

Τα «αμοιβαία εξωτερικού» επενδύουν σε ομόλογα και μετοχές ξένων χρηματιστηρίων. Μπορεί να είναι αμιγώς ομολογιακά ή αμιγώς μετοχικά ή μικτά.

Με τα αμοιβαία του είδους αυτού δίνεται η δυνατότητα συμμετοχής στις χρηματαγορές του εξωτερικού που διαφορετικά θα ήταν πολύ δύσκολη υπόθεση για το μέσο αποταμιευτή επενδυτή.

Σημειώνεται ότι Α.Κ. έχουν συστήσει στη Χώρα μας οι περισσότερες τράπεζες που λειτουργούν σ αυτή: ΕΤΕ, ΑΤΕ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ, ΑΛΦΑ, ΑΣΠΙΣ, ΠΕΙΡΑΙΩΣ, MIDLAN, EUROBANK, INTERBANK, CITIBANK.

## 6.3 Βασικά κριτήρια επιλογής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου

1. Το βασικό κριτήριο επιλογής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η προσαρμογή του επενδυτή σε εκείνο του αμοιβαίο κεφάλαιο, το οποίο ταιριάζει στις επενδυτικές του ανάγκες, στον κίνδυνο δηλαδή που θέλει να αναλάβει, αλλά και στο χρονικό διάστημα που θέλει να δεσμεύσει τα χρήματά του.

2. Ένα δεύτερο κριτήριο επιλογής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι η ιστορική του απόδοση για την κατηγορία που ανήκει.

3. Ένα τρίτο κριτήριο επιλογής είναι η ύπαρξη οικογένειας αμοιβαίων κεφαλαίων.

Με τον όρο οικογένεια, εννοούμε μια σειρά αμοιβαίων κεφαλαίων που προσφέρει μια εταιρεία διαχείρισης, με σκοπό να καλυφθούν όλες οι διαφορετικές ανάγκες (σχέση: απαιτούμενη απόδοση – κίνδυνος).

4. Άλλα κριτήρια επιλογής ενός αμοιβαίου κεφαλαίου είναι τα εξής:

- Το ύψος των προμηθειών διάθεσης και εξαγοράς που χρεώνει η εταιρεία διαχείρισης ανά κατηγορία αμοιβαίου κεφαλαίου
- Το ύψος της αμοιβής της διαχείρισης
- Την εμπειρία των στελεχών της εταιρείας που διαχειρίζεται την περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου

- Οι μέσες τιμές κτήσης των μετοχών
- Το ύψος του λόγου των εξόδων (expense ratio).
- Ο λόγος των εξόδων είναι ένα μέτρο της αποτελεσματικότητας του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος δείχνει την ικανότητα της εταιρείας διαχείρισης να διατηρεί το κόστος χαμηλά.
- Ο λόγος αυτός προκύπτει από τη διαίρεση των ετήσιων εξόδων με μέσο ετήσιο καθαρό ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου και είναι ένα στοιχείο που οι επενδυτές αξίζει να λάβουν υπόψη τους στο βαθμό που επηρεάζει την εξέλιξη της καθαρής τιμής και ως εκ τούτου την τελική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου.

5. Εκτός από τα ανωτέρω κριτήρια επιλογής ο υποψήφιος επενδυτής μετοχών ή μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να προσέξει τη χρονική στιγμή αγορά του (timing). Η ρήση «αγόρασε χαμηλά» ισχύει σε μεγάλο βαθμό στην επένδυση σε μικτά και περισσότερο σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, στο βαθμό που υπάρχει ισχυρή εξάρτηση. Της πορείας των παραπάνω αμοιβαίων κεφαλαίων με αυτής της χρηματιστηριακής αγοράς.

## **6.4 Τι περιμένει ο επενδυτής από τα αμοιβαία κεφάλαια?**

Το βέβαιο είναι ότι ο επενδυτής δεν μπορεί να περιμένει να πραγματοποιήσει κέρδη σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Επειδή όμως η ευρύτερη διάδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων έχει αποδώσει τον τίτλο του επενδυτή σε χιλιάδες ανθρώπους, οι οποίοι σημειωτέον, δεν έχουν άμεση σχέση με τους μηχανισμούς της κεφαλαιαγοράς, αφού τις διαδικασίες τις αναλαμβάνουν οι ΑΕΔΑΚ, θα πρέπει να θυμάται ο επενδυτής ότι τα κυριότερα χαρακτηριστικά που θα πρέπει να διέπουν τη συμπεριφορά των μεριδιούχων είναι η υπομονή και η πειθαρχία.

Κατ' αρχήν είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζει ο επενδυτής, όπως παραδέχονται οι άνθρωποι της αγοράς, ότι η επένδυση σε αμοιβαία κεφάλαια

αποδίδει σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα, αλλά και να αντιληφθεί την αναλογία ανάμεσα στην απόδοση και στον κίνδυνο.

## **6.5 Από ποιες πηγές προέρχεται η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου**

Η απόδοση ενός αμοιβαίου κεφαλαίου εξαρτάται από το είδος του και προέρχεται από τις εξής πηγές:

- Από το εισόδημα το οποίο προέρχεται από τις επενδύσεις σε αξιόγραφα σταθερής απόδοσης (τόκο κλπ)
- Από την υπεραξία των αξιόγραφων μεταβλητής απόδοσης (μετοχών εσωτερικού – εξωτερικού, ομολόγων κλπ)
- Από τα μερίσματα που διανέμουν οι εταιρείες κλπ
- Από μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών

## **6.6 Υπάρχουν εγγυημένες αποδόσεις στα αμοιβαία κεφάλαια?**

Σε καμία περίπτωση τα αμοιβαία δεν μπορούν να έχουν εγγυημένη απόδοση. Ωστόσο, ανάλογα με το είδος του αμοιβαίου κεφαλαίου, μπορούμε να μιλάμε για γνωστά εκ των προτέρων όρια όπου θα κυμανθεί η απόδοση της επένδυσης.

Τα ομολογιακά αμοιβαία που επενδύουν σε σταθερής απόδοσης τίτλους αναμένεται ότι θα επιτύχουν απόδοση που θα κυμαίνεται κοντά στα τραπεζικά επιτόκια και στις αποδόσεις των κρατικών τίτλων.

Το ίδιο ισχύει και για τα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων.

Αντίθετα, οι αποδόσεις των μετοχικών και των μικτών αμοιβαίων κεφαλαίων είναι απρόβλεπτες.



## 6.7 Πόσο κίνδυνο είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής?

- Εάν ο επενδυτής επιθυμεί να αναλάβει ελάχιστο κίνδυνο πρέπει να στραφεί σε μορφές επενδύσεων με ελάχιστο κίνδυνο, όπως είναι τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου, οι προθεσμιακές καταθέσεις, ή τα αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων.
- Αν ο επενδυτής επιθυμεί λίγο περισσότερο κίνδυνο, επενδύει στα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια
- Εάν επιθυμεί μεγαλύτερο κίνδυνο μπορεί να επενδύσει σε μικτά αμοιβαία κεφάλαια ή ακόμα περισσότερο στα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Ο κίνδυνος σε αυτά τα αμοιβαία κεφάλαια είναι ότι μπορεί το κεφάλαιο του επενδυτή να μειωθεί βραχυπρόθεσμα σημαντικά, αν υποχωρήσουν οι τιμές των μετοχών στο χρηματιστήριο και να περιμένει (ο επενδυτής) πολλούς μήνες, ακόμα και χρόνια για να ισοφαρίσει το κεφάλαιό του. Όμως μακροπρόθεσμα συνήθως οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν, καθώς οι καλές εταιρείες συνήθως ενισχύονται
- Ο χρυσός κανόνας είναι ότι ο επενδυτής πρέπει να επενδύει πάντα σε μετοχικά προϊόντα το περισσευμά του και όχι ό,τι του είναι άμεσα αναγκαίο.

## 6.8 Σκοπός της Α.Ε.Δ.Α.Κ.

Η ΑΕΔΑΚ έχει αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση ενός ή περισσότερων Αμοιβαίων Κεφαλαίων σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου (Ν. 1969/1991) και τον Κανονισμό του Α.Κ. και τηρεί τους λογαριασμούς του Α.Κ..

Για το σκοπό αυτό έχει την κατάλληλη οργάνωση και τον κατάλληλο εξοπλισμό και έμπειρο εξειδικευμένο προσωπικό.

Την ΑΕΔΑΚ μπορεί να φανταστεί κανείς σαν μια Εταιρία παροχής συμβουλών για συγκεκριμένες επενδυτικές δραστηριότητες χωρίς να διατηρεί καμία

οικονομική κυριότητα επί των διαχειριζόμενων κεφαλαίων (Α.Κ.) τα οποία ανήκουν εξολοκλήρου στους μεριδιούχους.

## **6.9 Αρμοδιότητες, Καθήκοντα και Υποχρεώσεις της ΑΕΔΑΚ**

Τα βασικότερα καθήκοντα, υποχρεώσεις και αρμοδιότητες της ΑΕΔΑΚ, όπως αυτά καθορίζονται από τις Διατάξεις του Νόμου και τον Κανονισμό Λειτουργίας του Α.Κ. είναι τα εξής:

1. Συγκροτεί το Αμοιβαίο Κεφάλαιο:

Συγκεκριμένα υποβάλλει:

- Αίτηση συγκρότησης του Α.Κ. και τον Κανονισμό Λειτουργίας του στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
- Αναλυτικό κατάλογο των στοιχείων του ενεργητικού του Α.Κ., το οποίο πρέπει να είναι τουλάχιστον ..... €. Το ποσό αυτό μπορεί να αναπροσαρμόζεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.
- Δήλωση Τράπεζας που λειτουργεί στην Ελλάδα, ότι δέχεται να κατατίθενται σ' αυτήν τα περιουσιακά στοιχεία του Α.Κ. και να ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα του Α.Κ. σύμφωνα με όσα ορίζονται στον Νόμο.

2. Διαχειρίζεται, όπως αναφέραμε παραπάνω, το Α.Κ. σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου και τον κανονισμό του Α.Κ. και τηρεί τους λογαριασμούς διαχείρισής του.

3. Εκπροσωπεί δικαστικώς και εξωδίκως τους μεριδιούχους του Α.Κ. όσον αφορά τις σχέσεις τους που απορρέουν από τη διαχείριση του Α.Κ. και τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού, καθότι το Α.Κ. δεν είναι νομικό πρόσωπο.

4. Συντάσσει την ετήσια έκθεση του Α.Κ. στο τέλος κάθε διαχειριστικής χρήσης (σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 39 του Ν. 1969/1991).

5. Συντάσσει έκθεση, στο τέλος του πρώτου τριμήνου, εξαμήνου και εννεαμήνου κάθε ημερολογιακού έτους, που περιλαμβάνει για το

προηγούμενο τρίμηνο, εξάμηνο και εννεάμηνο αντίστοιχα, ορισμένα στοιχεία που προβλέπονται στο άρθρο 39 όπως π.χ.:

- Την περιουσιακή κατάσταση του Α.Κ.
- Τις κινητές αξίες από τις οποίες αποτελείται το Α.Κ.
- Την αξία του μεριδίου
- Τις συνολικές εισροές και εκροές από τη διάθεση και εξαγορά μεριδίων
- Αναλυτικοί Λογαριασμοί Αποτελεσμάτων των αντιστοίχων χρονικών περιόδων κλπ

6. Αποτιμά τα στοιχεία του ενεργητικού του Α.Κ. (σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 43)

7. Μπορεί να συνάπτει προσωρινά δάνεια, για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αποκλειστικά από τράπεζες μέχρι το 10% της καθαρής αξίας του Α.Κ. και μόνο για ικανοποίηση αιτήσεων εξαγοράς μεριδίων όταν κρίνεται συμφέρουσα η πώληση κινητών αξιών. Για την ασφάλεια των δανείων αυτών μπορεί να συνίσταται ενέχυρο επί κινητών αξιών του Α.Κ. Μπορεί επίσης να συνάπτει δάνεια με τράπεζες μέχρι ποσού 15% των ίδιων κεφαλαίων της για απόκτηση ακινήτων που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της.

8. Ευθύνεται για την παρακολούθηση της τήρησης των υποχρεώσεων του Θεματοφύλακα και για οποιαδήποτε αμέλεια όσον αφορά την διαχείριση του Α.Κ.

9. Μπορεί να αναλάβει την εξαγορά μεριδίων σε έκτακτες περιπτώσεις και για χρονικό διάστημα όχι μεγαλύτερο του εξαμήνου από την υποβολή της αίτησης εξαγοράς.

10. Υποχρεούται να υποβάλλει στα αρμόδια όργανα του Νόμου οποιαδήποτε πληροφορία ζητηθεί σχετικά με την διαχείριση του Α.Κ.

11. Ευθύνεται για κάθε αμέλεια ως προς την διαχείριση του Α.Κ. έναντι των μεριδιούχων και δεν μπορεί να παραιτηθεί από τη διαχείριση του Α.Κ., παρά μόνο εάν κριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανάληψη της διαχείρισης του Α.Κ. από άλλη ΑΕΔΑΚ. Η Ε.Κ. για τη χορήγηση άδειας, λαμβάνει υπόψη της τα συμφέροντα των μεριδιούχων.

## 6.10 Αμοιβές και προμήθεια της ΑΕΔΑΚ

Τα έσοδα της ΑΕΔΑΚ προέρχονται από αμοιβές και προμήθειες από τη διαχείριση του Α.Κ. οι οποίες είναι οι εξής:

A) Για τη διαχείριση του Α.Κ., η ΑΕΔΑΚ εισπράττει αμοιβή που ορίζεται σε ποσοστό επί του καθαρού ενεργητικού του Α.Κ. (όπως αυτό αποτιμάται σύμφωνα με το άρθρο 13 του Ν.1969/1991).

Η αμοιβή ανέρχεται μέχρι 1%-1,5% ετησίως.

Η αμοιβή υπολογίζεται καθημερινά επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων του καθαρού ενεργητικού του Α.Κ., που έγιναν κατά το μήνα αυτό και εισπράττεται στο τέλος κάθε μήνα.

B) Για κάθε πώληση ή εξαγορά μεριδίων, η ΑΕΔΑΚ μπορεί να εισπράττει:

- Προμήθεια από 1-3% επί της αξίας των πωλουμένων μεριδίων, που βαρύνει τον αγοραστή
- Προμήθεια μέχρι 1% επί της αξίας των εξαγοραζομένων μεριδίων, που βαρύνει τον πωλητή

Συνήθως, η προμήθεια διάθεσης (πώλησης) των μεριδίων είναι υψηλότερη από την προμήθεια εξαγοράς, ώστε να παρέχεται το ανάλογο κίνητρο στους πωλητές μεριδίων για μεγαλύτερες πωλήσεις.

## 6.11 Θεματοφύλακας

Ένας, άλλος σημαντικός παράγοντας, εκτός από την ΑΕΔΑΚ, για την συγκρότηση, οργάνωση και λειτουργία Α.Κ. είναι ο Θεματοφύλακας. Ο Θεματοφύλακας είναι ελληνική τράπεζα που αναλαμβάνει τη φύλαξη του ενεργητικού του Α.Κ.

Η φύλαξη αλλοδαπών κινητών αξιών και ελληνικών κινητών αξιών που είναι εισηγμένες σε αλλοδαπό χρηματιστήριο επιτρέπεται να κατατίθεται από το Θεματοφύλακα σε ξένη τράπεζα, ή σε άλλο εξουσιοδοτημένο αρμόδιο οργανισμό της αλλοδαπής.

Ο Θεματοφύλακας εκτός από τη φύλαξη των τίτλων που συγκροτούν το Α.Κ. προσφέρει και άλλες υπηρεσίες και παράλληλα έχει ορισμένες υποχρεώσεις.

Οι κυριότερες είναι οι εξής:

1. Εκτελεί τις εντολές αγοράς και πώλησης χρεογράφων ή μετοχών για το χαρτοφυλάκιο του Α.Κ. σύμφωνα με τις εντολές του ΑΕΔΑΚ.

2. Εκτελεί τα καθήκοντα ταμιά του Α.Κ., σύμφωνα με τις οδηγίες της ΑΕΔΑΚ. Συγκεκριμένα:

- Βεβαιώνει την καταβολή του χρηματικού ποσού που αντιπροσωπεύει την αξία των τίτλων που εκδίδονται κατά τη διάθεση των μεριδίων
- Καταβάλλει μέσα στη νόμιμη προθεσμία το ποσό που αντιπροσωπεύει την αξία των εξαγορασμένων μεριδίων και ακυρώνει τους τίτλους που εξαγοράζονται ή μεταβιβάζονται
- Καταβάλλει την προμήθεια στην ΑΕΔΑΚ

3. Συνυπογράφει τις Εκθέσεις και Καταστάσεις που ορίζονται στις σχετικές διατάξεις του Νόμου

4. Εξασφαλίζει ότι πραγματοποιούνται σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου και του Κανονισμού του Α.Κ.:

- Η πώληση, η έκδοση, η εξαγορά, η εξόφληση και η ακύρωση μεριδίων που διενεργούνται για λογαριασμό του Α.Κ. ή από την ΑΕΔΑΚ
- Ο υπολογισμός της αξίας των μεριδίων αυτών και
- Η διανομή κερδών

5. Συνυπογράφει τον έγγραφο τίτλο του μεριδίου, που αποδεικνύει τη συμμετοχή του Α.Κ. (ο οποίος εκδίδεται και υπογράφεται από την ΑΕΔΑΚ)

6. Υποχρεούται να εκτελεί τις (νόμιμες) εντολές της ΑΕΔΑΚ (και η εταιρία αυτή υποχρεούται να παρακολουθεί την ορθή εκτέλεση των εντολών της από τον Θεματοφύλακα)

7. Ευθύνεται απέναντι στην ΑΕΔΑΚ και τους μεριδιούχους για κάθε αμέλεια προς την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του. Ευθύνεται επίσης εξ ολοκλήρου προς την Τράπεζα ή τον οργανισμό της αλλοδαπής σε περίπτωση που του έχει ανατεθεί η φύλαξη των κινητών αξιών

8. Ο θεματοφύλακας που επιθυμεί να παραιτηθεί των καθηκόντων του πρέπει να ειδοποιήσει προ τριμήνου, τουλάχιστον, την ΑΕΔΑΚ. Ο νέος

θεματοφύλακας διορίζεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ύστερα από πρόταση της ΑΕΔΑΚ.

Με τον διορισμό του νέου Θεματοφύλακα, ο παραιτηθείς του παραδίδει βάσει πρωτοκόλλου, τις κινητές αξίες και όλη την περιουσία του Α.Κ.

## 6.12 Μεριδία Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Η συμμετοχή του Α.Κ. αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο, που εκδίδεται από την ΑΕΔΑΚ και προσυπογράφεται από τον Θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου).

Η περιουσία του Α.Κ. διαιρείται σε μερίδες ίσης αξίας ή κλάσματα μεριδίου.

Οι τίτλοι μεριδίου, που είναι πάντοτε ονομαστικοί, μπορεί να εκδίδονται για ένα ή περισσότερα μερίδια ή κλάσμα μεριδίου, και πρέπει να περιέχουν τα εξής:

- Την ονομασία του Α.Κ.
- Τον αριθμό της άδειας σύστασης του Α.Κ.
- Τις επωνυμίες της ΑΕΔΑΚ και του Θεματοφύλακα
- Τον αριθμό των μεριδίων που αντιστοιχούν στον τίτλο του μεριδιούχου ή των μεριδιούχων
- Βεβαίωση ότι καταβλήθηκε ολοσχερώς η αξία του μεριδίου

Οι τίτλοι μεριδίων μπορεί να ενεχυριάζονται για εξασφάλιση απαιτήσεων και η ενεχυρίαση αυτή ισχύει κατά της ΑΕΔΑΚ από τη στιγμή που θα ανακοινωθεί σ' αυτήν από τον ενεχυριούχο δανειστή.

Η συμβατική μεταβίβαση των μεριδίων είναι απολύτως άκυρη με εξαίρεση τη μεταβίβαση μεταξύ συζύγων ή συγγενών πρώτου και δεύτερου βαθμού σε ευθεία γραμμή.

## 6.13 Δέκα Βασικοί Κανόνες για τη Ρευστοποίηση των Μεριδίων ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Παρακάτω θα προσπαθήσουμε να παρουσιάσουμε κάποιους πολύ βασικούς και χρήσιμους κανόνες για το πότε πρέπει ή δεν πρέπει να πουλήσει κάποιος επενδυτής τα μερίδια στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο που διαθέτει:

### **Πότε δεν ρευστοποιούμε:**

1. *Δεν ρευστοποιούμε λόγω της καθοδικής τάσης της αγοράς.*

Από τη στιγμή που ένας επενδυτής αποφασίσει να αγοράσει μερίδια ενός Αμοιβαίου Κεφαλαίου, θα πρέπει να ξέρει και τους «κανόνες του παιχνιδιού». Μέσα στους κανόνες αυτούς είναι και η παροδική πτώση της αγοράς. Λόγω της κυκλικότητά της, η οικονομία παρουσιάζει αναπόφευκτα φαινόμενα ύφεσης τα οποία, όσο μεγάλης διάρκειας και να είναι, πάντα ακολουθούνται από περιόδους ανόδου. Γι' αυτό, εισερχόμενος ένας επενδυτής στο χώρο της Κεφαλαιαγοράς, θα πρέπει να είναι αποφασισμένος και προετοιμασμένος ότι η επένδυσή του ενδεχομένως θα περάσει μέσα από τέτοιες φάσεις καθοδικής πορείας ή στασιμότητας.

2. *Δεν ρευστοποιούμε σε φάσεις πανικού και απότομης πτώσης του χρηματιστηρίου λόγω κάποιων εξωτερικών παραγόντων.*

Το χρηματιστήριο όπως είναι γνωστό επηρεάζεται άμεσα από εξελίξεις στον οικονομικό και πολιτικό χώρο. Οι κρίσεις που μπορεί να παρουσιαστούν λόγω κάποιου πολέμου ή κάποιου άλλου ιδιαίτερα σημαντικού γεγονότος, αντανακλώνται – αμέσως μάλιστα – στην Κεφαλαιαγορά. Πολλοί επενδυτές παρασύρονται από την απότομη πτώση και από τον πανικό και ρευστοποιούν τα μερίδιά τους, προκειμένου να προλάβουν την περαιτέρω πτώση της αξίας της επένδυσής τους. Όμως το κόστος τους σε αυτή την περίπτωση είναι διπλό. Έχουν σημαντική απώλεια, λόγω της πώλησης του Αμοιβαίου σε χαμηλή τιμή μια και ρευστοποιούν σε φάση κρίσης για την αγορά, και από την άλλη την αύξηση της «επόμενης μέρας» γιατί οι

περισσότερες κρίσεις είναι συνήθως μικρής χρονικής διάρκειας και τις ακολουθεί αύξηση της χρηματιστηριακής δραστηριότητας.

*3. Δεν ρευστοποιούμε όταν η τιμή του Αμοιβαίου παρουσιάζει απροσδόκητη πτώση*

Το σύνολο των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ενδέχεται να παρουσιάσει μια περιστασιακή κάμψη στην απόδοσή τους. Αυτή η κάμψη είναι σε έναν βαθμό φυσιολογική και δεν είναι απαραίτητα ανησυχητική, όταν δεν κρατάει για μεγάλο χρονικό διάστημα. Στο πλαίσιο αυτό των διακυμάνσεων είναι πιθανό η απόδοση του Αμοιβαίου να πέσει κάτω από τις τιμές στις οποίες έχουμε αγοράσει. Εάν όμως ο επενδυτής δεν είναι διατεθειμένος να αντιμετωπίσει μια τέτοια έντονη μεταβολή, αυτό πρέπει να το σκεφτεί την στιγμή που αποφασίζει την επένδυσή του, ώστε να επιλέξει ένα Αμοιβαίο με σταθερό χαρακτήρα.

*4. Δεν ρευστοποιούμε όταν η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έχει φτάσει σε απροσδόκητα υψηλό επίπεδο*

Αυτή η τακτική ακολουθείται από πολλούς επενδυτές, οι οποίοι πιστεύουν ότι με τον τρόπο αυτό μπορούν να μεγιστοποιήσουν τα κέρδη τους. Όμως το να πάρει κάποιος την απόφαση να ρευστοποιήσει τη στιγμή που το αμοιβαίο θεωρητικά έχει την καλύτερή του απόδοση, ίσως έχει κάποιες παγίδες. Κάτι τέτοιο θα είναι σαν να θέτουμε ένα ανώτατο όριο στα κέρδη μας, γεγονός που είναι πολύ περιοριστικό και όχι ιδιαίτερα λογικό για κάποιον που επιδιώκει τις μέγιστες δυνατές αποδόσεις. Από τη στιγμή που το Αμοιβαίο συνεχίζει να έχει ανοδική πορεία και να ικανοποιεί τους στόχους και τις απαιτήσεις μας, δεν υπάρχει κανένας λόγος να περιορίσουμε τα κέρδη μας.

*5. Δεν ρευστοποιούμε στηριζόμενοι σε συμβουλές μη ειδικών*

Η κερδοφορία μιας επένδυσης στον χώρο του χρηματιστηρίου βασίζεται όπως είναι γνωστό, στη σωστή αρχική επιλογή, στη σωστή πληροφόρηση και στη σωστή παρακολούθηση των επενδύσεών μας στη συνέχεια. Παρακολούθηση η οποία κατά κύριο λόγο μπορεί να γίνει μέσω του ειδικού τύπου και μέσω των επενδυτικών μας



συμβουλών. Σ αυτό το σημείο πρέπει να γίνει η διαφοροποίηση μεταξύ της πληροφορίας και της συμβουλής. Η υιοθέτηση μιας συμβουλής από κάποιο υπεύθυνο άτομο, γνώστη του χώρου, μπορεί να μας οδηγήσει σε αποτελεσματικές κινήσεις. Αντίθετα, μια κίνηση που βασίζεται στις προσωπικές κρίσεις, στο ένστικτο δηλαδή κάποιου τρίτου, έξω από το χώρο των επενδύσεων, μπορεί να αποβεί καταστρεπτική. Άλλωστε, μόνο ο ίδιος ο επενδυτής είναι αυτός που γνωρίζει καλύτερα τις ανάγκες και τις επιδιώξεις του, μέσα από την επένδυση σε ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Αυτός είναι και ο πλέον αρμόδιος – και βέβαια ο άμεσα ενδιαφερόμενος – ώστε, με βάση την πληροφόρηση που ο ίδιος αντλεί και τις συμβουλές του ειδικού συμβούλου του, είναι ο πιο αρμόδιος για να κρίνει την πορεία του χαρτοφυλακίου του.

### ***Πότε ρευστοποιούμε:***

1. *Ρευστοποιούμε όταν η απόδοση του Αμοιβαίου παρουσιάζει μεγάλη πτώση για μεγάλο χρονικό διάστημα*

Το κυριότερο χαρακτηριστικό της χρηματιστηριακής αγοράς είναι οι διαχρονικές διακυμάνσεις. Ανάλογα με την πορεία της οικονομίας και τα κέρδη των επιχειρήσεων, ο χρηματιστηριακός Γενικός Δείκτης κινείται ανοδικά ή καθοδικά. Βέβαια, έχει αποδειχθεί ότι, η μακροχρόνια πορεία των τιμών των μετοχών είναι ανοδική. Όμως, αυτό συμβαίνει μέσα από αλλεπάλληλες ανόδους ή πτώσεις. Ο στόχος του μεριδιούχου μετοχικών (αναπτυξιακών) Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι να είναι όσο το δυνατό περισσότερο τοποθετημένος σε μετοχικά Αμοιβαία Κεφάλαια κατά τη διάρκεια των ανοδικών φάσεων και όσο το δυνατόν λιγότερο κατά την διάρκεια των πτωτικών φάσεων του Χρηματιστηρίου. Συνεπώς, όταν αντιληφθούμε (και αυτό δεν γίνεται μόνο από ένστικτο, αλλά από τη διαρκή κατάλληλη πληροφόρηση και τις συμβουλές των επενδυτικών μας συμβούλων) ότι η πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς πλησιάζει στα ανώτατα σημεία της, τότε θα πρέπει να προχωρήσουμε σε σταδιακές (ποτέ δεν θα πρέπει να ενεργούμε με απότομες κινήσεις) ρευστοποιήσεις και στην αλλαγή των μεριδίων των

μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων με μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων άλλης κατηγορίας. Όμως, προσοχή! Το «μυστικό» για την επιτυχημένη εναλλαγή, είναι η σωστή παρακολούθηση των εξελίξεων και οι σταδιακές κινήσεις. Και επειδή βέβαια η χρηματιστηριακή αγορά είναι συχνά απρόβλεπτη, θα πρέπει να πάντα να έχουμε στραμμένη την προσοχή μας σ' αυτή και να διατηρούμε διαρκώς ένα μικρό ποσοστό των τοποθετήσεών μας στα Αμοιβαία Κεφάλαια μετοχικού χαρακτήρα.

2. *Όταν αλλάζουν οι ανάγκες του επενδυτή, δηλαδή οι στόχοι που είχε θέσει μέσα από την επένδυση.*

Κάθε επένδυση γίνεται για να καλύψει συγκεκριμένες ανάγκες και να προσεγγίσει δεδομένους στόχους. Στην περίπτωση που προσωπικοί παράγοντες οδηγήσουν σε αλλαγές αυτών των δεδομένων, είναι καλύτερο για τον επενδυτή να βρει ένα άλλο Αμοιβαίο, που ανταποκρίνεται καλύτερα στις προσδοκίες του και να ικανοποιεί τα νέα του κριτήρια.

3. *Όταν ο επενδυτής χρειάζεται άμεσα χρήματα για να καλύψει κάποιες άλλες υποχρεώσεις του*

Εδώ θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η ρευστοποίηση ενός Αμοιβαίου για την κάλυψη έκτακτων εξόδων δεν είναι η καλύτερη δυνατή επιλογή, γιατί μπορεί η στιγμή που θα πουλήσει ο επενδυτής να συμπίπτει με φάση χαμηλής απόδοσης για το Αμοιβαίο, οπότε να υποστεί σημαντικές απώλειες. Αν η απόφαση για ρευστοποίηση είναι μέρος του επενδυτικού του σχεδίου, δηλαδή για παράδειγμα αγοράζοντας ένα Αμοιβαίο ξέρει ότι θα το διατηρήσει μέχρι τη συνταξιοδότησή του, τότε είναι καλύτερο να μην πουλήσει το Αμοιβαίο του ακριβώς πριν τη στιγμή που θα χρειαστεί τα χρήματά του. Γνωρίζοντας τη δεδομένη ανάγκη ή βραχυπρόθεσμη υποχρέωσή του, θα ήταν καλό να ρευστοποιεί σταδιακά την επένδυσή του εκμεταλλευόμενος τις καλύτερες δυνατές αποδόσεις έτσι ώστε να έχει όσο το δυνατόν υψηλότερα κέρδη.

4. Όταν δεν είμαστε ευχαριστημένοι από τον τρόπο με τον οποίο ο διαχειριστής μας χειρίζεται το χαρτοφυλάκιό μας.

Η επιτυχία και η κερδοφορία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εξαρτάται από τη σωστή διαχείριση και τη δραστηριότητα του διαχειριστή που έχει αναλάβει τη διαχείρισή του. Μια αναποτελεσματική χρήση των κεφαλαίων μας μπορεί να δικαιολογηθεί μόνο προσωρινά. Και αυτό μόνο για την περίπτωση που το χαρτοφυλάκιο το χειρίζεται ένας καινούργιος διαχειριστής, οπότε θα πρέπει να δικαιολογήσουμε ένα απαραίτητο στάδιο προσαρμογής σε πιθανή νέα επενδυτική πολιτική. Όταν όμως αυτή η απόκλιση της απόδοσης του Αμοιβαίου κεφαλαίου από τις προδιαγραφές του και τους στόχους του περάσει ένα εύλογο χρονικό διάστημα, σημαίνει ότι η υπάρχουσα διαχείριση του χαρτοφυλακίου μας δεν είναι αποτελεσματική και συνεπώς δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες μας. Τότε είναι καλύτερο να προχωρήσουμε σε ένα άλλο επενδυτικό πρόγραμμα και να επιλέξουμε ένα άλλο Αμοιβαίο Κεφάλαιο με αποτελεσματικότερη διαχείριση.

5. Όταν η απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου μας, σταθερά υπολείπεται των αποδόσεων των άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων της ίδιας κατηγορίας.

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο στο οποίο έχουμε επενδύσει, δεν είναι το μοναδικό στην αγορά.

Σήμερα στην Ελληνική αγορά κυκλοφορούν δεκάδες Αμοιβαία Κεφάλαια, σε κάθε κατηγορία επενδύσεων. Αυτό είναι καλό για τον επενδυτή – καταναλωτή. Μπορούμε ανά πάσα στιγμή – μέσα από κάθε εφημερίδα – να συγκρίνουμε τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων που δραστηριοποιούνται στην αγορά. Παράλληλα, στις ειδικές σελίδες του περιοδικού «Χρήμα και Αγορά» μπορούμε να δούμε και να συγκρίνουμε τις μακροχρόνιες επιδόσεις του κάθε Αμοιβαίου Κεφαλαίου (το περιοδικό «Χρήμα και Αγορά» είναι το μόνο το οποίο δημοσιεύει τις ιστορικές αποδόσεις όλων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων).

Στην περίπτωση που οι αποδόσεις του δικού μας Αμοιβαίου Κεφαλαίου υπολείπονται των μέσων αποδόσεων των άλλων Αμοιβαίων Κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα, τότε κάτι συμβαίνει με το

χαρτοφυλάκιο του και τον τρόπο διαχείρισής του. Στην περίπτωση αυτή, θα πρέπει να απευθυνθούμε στον επενδυτικό μας σύμβουλο, ο οποίος και θα μας προτείνει την αγορά του. Τέλος, θα πρέπει να απευθυνθούμε και στην ΑΕΔΑΚ που το διαχειρίζεται. Να ζητήσουμε τις δικές τους εξηγήσεις για την ανεπαρκή απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στο οποίο κατέχουμε μερίδια. Αν τις βρούμε ικανοποιητικές, τότε παραμένουμε για κάποιο ακόμη χρονικό διάστημα. Αν όμως οι απαντήσεις που θα μας δώσουν δεν μας πείθουν, τότε θα ήταν πολύ καλύτερα, τόσο για την ψυχολογική μας κατάσταση, όσο και για την απόδοση των χρημάτων μας, να ρευστοποιήσουμε τα μερίδιά μας και να επιλέξουμε μια άλλη τοποθέτηση. Συνεπώς: οι συγκρίσεις των μακροχρόνιων επιδόσεων των Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ποτέ όμως μόνο των βραχυχρόνιων) είναι απαραίτητες και σημαντικές για να κατανοήσουμε την ορθότητα και την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου στο οποίο έχουμε τοποθετηθεί.

## 6.14 Πλεονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι τα εξής:

1. Η **διαχείριση** του χαρτοφυλακίου πραγματοποιείται από εξειδικευμένη εταιρία την Ανώνυμη Εταιρία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), η οποία διαθέτει αναλυτές, τεχνογνωσία, επεξεργασία πληροφοριών με Η/Υ και το κατάλληλο timing, δηλαδή την σωστή επιλογή την σωστή ώρα (στο σωστό χρόνο).

2. **Μεγαλύτερη διασπορά κεφαλαίων.** Τοποθετούμε τα χρήματα σε διάφορα χρηματιστηριακά προϊόντα και τράπεζες και έχουμε μείωση του επενδυτικού κινδύνου.

Τι σημαίνει αυτό; Αν ένας επενδυτής τοποθετήσει όλα του τα χρήματα σε μετοχές π.χ. μπορεί να αναμένει μια καλύτερη μακροχρόνια απόδοση, έχει όμως και ένα υψηλότερο ποσοστό κινδύνου, από το να τοποθετούσε τα χρήματά του σε κάποιο τραπεζικό λογαριασμό ή αγορά εντόκων γραμματίων

του Δημοσίου και Κρατικών Ομολόγων, που θα είχε λιγότερο κίνδυνο αλλά με μικρότερη απόδοση.

Η τοποθέτηση σε αμοιβαία κεφάλαια, ανάλογα βέβαια με το είδος, αυξάνει την απόδοση και μειώνει το ποσοστό κινδύνου.

**3. Διαφάνεια και ευελιξία.** Η διαφάνεια, αφού ο επενδυτής είναι σε θέση να έχει καθημερινά ενημέρωση για το «τι κάνουν τα χρήματά του», και η ευελιξία δεδομένου ότι υπάρχουν πολλά προϊόντα, κάποιο από τα οποία μπορεί να ταιριάζει με τον επενδυτικό προσανατολισμό και με τις ανάγκες του επενδυτή. Ακόμη, ο επενδυτής μπορεί να εκμεταλλευθεί και από μόνος του τις συνθήκες της αγοράς, μεταφέροντας τα χρήματά του από ένα αμοιβαίο κεφάλαιο σε ένα άλλο.

**4. Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης.** Η ΑΕΔΑΚ είναι υποχρεωμένη εκ του νόμου να εξαγοράσει από ένα μεριδιούχο τα μερίδιά του μέσα σε πέντε το πολύ ημέρες από την υποβολή της αίτησής του.

**5. Οι τίτλοι** των μεριδίων μπορεί να ενεχυριασθούν σε εξασφάλιση απαιτήσεων σύμφωνα με το νόμο.

**6. Ανταλλαγή μεριδίων** σε μετοχές ή άλλα χρεόγραφα που κυκλοφορούν στο Χρηματιστήριο, είναι δε στην ευχέρεια της ΑΕΔΑΚ να αποδεχθεί την ανταλλαγή αυτή ή όχι.

**7. Οι προμήθειες** που πληρώνουν οι ΑΕΔΑΚ είναι, ως ποσοστό, επί των συναλλαγών που πραγματοποιούν, πολύ μεγαλύτερες από αυτές που καταβάλλουν οι μεμονωμένοι επενδυτές

**8. Ο τρόπος επένδυσης σε ξένα χρηματιστήρια** είναι εύκολος. Οι ΑΕΔΑΚ επηρεάζονται λιγότερο από τους συναλλαγματικούς περιορισμούς που επιβάλλονται από το νόμο, από ό,τι επηρεάζεται ένας ιδιώτης. Επιπλέον, οι ΑΕΔΑΚ έχουν τις ειδικευμένες γνώσεις και εμπειρία για να επιλέξουν συγκριτικά τις καλύτερες επενδύσεις σε αγορές του εξωτερικού.

**9. Σημαντικές φορολογικές απαλλαγές**

**10. Αγορά μεριδίων σε κοινό λογαριασμό**

**11. Επανεπενδύσεις των κερδών** από μερίδια, σε νέα μερίδια, χωρίς καταβολή προμήθειας

**12. Πλεονεκτήματα επανεξαγωγής σε συνάλλαγμα** για τους κατοίκους εξωτερικού που αγόρασαν σε συνάλλαγμα μερίδια

13. **Δυνατότητα συμμετοχής** μικρών αποταμιευτών – επενδυτών. Στις περισσότερες περιπτώσεις το ελάχιστο ποσό συμμετοχής είναι 146,74 €.

## **6.15 Πλεονεκτήματα που παρέχουν τα αμοιβαία κεφάλαια στον ιδιώτη μικροεπενδυτή**

Τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν σήμερα τα παρακάτω πλεονεκτήματα στον ιδιώτη μικροεπενδυτή:

1. Επαγγελματική διαχείριση και τεχνογνωσία σε θέματα μελέτης και ανάλυσης των αγορών την οποία κανένας ιδιώτης επενδυτής δεν μπορεί να διαθέτει μόνος του

2. Χαμηλό κόστος και δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης ανά πάσα στιγμή των επενδεδυμένων κεφαλαίων

3. Διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, δηλαδή δυνατότητα επιλογής μεταξύ ποικίλων μορφών επένδυσης και διασποράς του επενδυτικού κινδύνου. Σήμερα όλες οι εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέτουν μια μεγάλη γκάμα αμοιβαίων κεφαλαίων μεταξύ των οποίων μπορεί να επιλέξει ο επενδυτής ή να φτιάξει μόνος του ένα μίγμα δικής του επιλογής.

Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι, αν ένας επενδυτής έχει επενδύσει μόνος του σε μετοχές και θελήσει να ρευστοποιήσει την επένδυσή του και να αγοράσει δολάρια, αυτό στην καλύτερη περίπτωση θέλει πέντε εργάσιμες ημέρες και πολύ προσωπικό χρόνο. Αν όμως έχει επενδύσει σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο μετοχών, μπορεί αυθημερόν και με μια υπογραφή να μεταφέρει τα χρήματά του σε ένα αμοιβαίο κεφάλαιο δολαρίου της ίδιας διαχειρίστριας εταιρίας.

Πολλές από τις εταιρίες των αμοιβαίων κεφαλαίων εφαρμόζουν κίνητρα διατήρησης των κεφαλαίων των μεριδιούχων τους σε αμοιβαία κεφάλαια άλλης κατηγορίας τα οποία ανήκουν την ίδια εταιρία διαχείρισης. Αν δηλαδή ο μεριδιούχος ενός μετοχικού ή ενός μικτού αναπτυξιακού αμοιβαίου κεφαλαίου θέλει να εγκαταλείψει την επένδυσή του γιατί πιστεύει, από πλευράς συγκυριών αγοράς, ότι ήρθε η κατάλληλη ώρα γι αυτή την κίνηση, η εταιρία διαχείρισης, θέλοντας να διατηρήσει τον πελάτη της, του προσφέρει μειωμένη ή μηδενική προμήθεια εξαγοράς σε περίπτωση που αντί για ρευστοποίηση

επιλέξει τη μεταφορά των κεφαλαίων του σε ομολογιακά ή αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων της ίδιας εταιρίας.

Μια άλλη τακτική που επίσης εφαρμόζεται, ιδιαίτερα στα αμοιβαία διαχείρισης διαθεσίμων, είναι αυτή της παροχής ελάχιστης ή και μηδενικής προμήθειας προς τον μεριδιούχο υπό την προϋπόθεση ότι αυτός θα διατηρήσει την τοποθέτησή του για ένα ελάχιστο χρονικό διάστημα το οποίο καθορίζει κάθε εταιρία διαχείρισης.

Μια άλλη τακτική που επίσης μπορεί να εντοπίσει κανείς στο χώρο των ΑΕΔΑΚ είναι η χρησιμοποίηση των αμοιβαίων κεφαλαίων που διαθέτουν για τη συγκρότηση πιο σύνθετων προϊόντων, οπότε το ύψος της προμήθειας μπορεί να προκύπτει ως συνδυασμός διαφόρων παραγόντων.

4. Η δυνατότητα που προσφέρουν στους επενδυτές που δεν διαθέτουν τις γνώσεις και την εμπειρία ή που δεν έχουν την απαιτούμενη έγκυρη πληροφόρηση ή τέλος που δεν διαθέτουν τον απαιτούμενο χρόνο, να εκμεταλλευθούν τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στις εγχώριες και διεθνείς κεφαλαιαγορές και χρηματαγορές.

5. Η δυνατότητα που παρέχουν στους επενδυτές να έχουν πρόσβαση σε κατηγορίες επενδύσεων στις οποίες δεν θα ήταν σε θέση να επενδύσουν λόγω του χαμηλού ύψους χρηματικών διαθεσίμων που διαθέτουν

6. Δυνατότητα εκμετάλλευσης των μεταβολών των τιμών των ομολόγων, των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των μετοχών, μέσω της αγοράς και πωλήσεων μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων.

7. Δυνατότητα δημιουργίας επενδυτικού χαρτοφυλακίου μέσω ενός συνδυασμού αμοιβαίων κεφαλαίων διαφόρων κατηγοριών

8. Απαλλαγή από πολλά πρακτικά προβλήματα, όπως η είσπραξη μερισμάτων από μετοχές, η παραλαβή δωρεάν μετοχών προερχόμενων από split, η συμμετοχή σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και η παραλαβή των μετοχών κλπ

9. Ασφάλεια των χρημάτων του εφόσον αυτά φυλάσσονται από την Τράπεζα θεματοφύλακα του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και δυνατότητα δημιουργίας κοινού λογαριασμού στο όνομα του επενδυτή και των συγγενικών προσώπων του με τα σχετικά πλεονεκτήματα σε περιπτώσεις κληρονομιάς ή δωρεάς

10. Συμβουλευτική καθοδήγηση σε θέματα επενδύσεων εφόσον οι περισσότερες εταιρίες αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέτουν εξειδικευμένους επενδυτικούς συμβούλους οι οποίοι βοηθούν τον επενδυτή στον προγραμματισμό και στην επιλογή των επενδύσεών του

11. Άλλα πλεονεκτήματα που παρέχουν τα αμοιβαία κεφάλαια στον επενδυτή είναι: η διαφάνεια και η ευελιξία, ορισμένες φορολογικές απαλλαγές, αγορά μεριδίων σε κοινό λογαριασμό, ενεχυρίαση των τίτλων των μεριδίων για εξασφάλιση απαιτήσεων σύμφωνα με το νόμο κ.α.

Στο σημερινό πολύπλοκο και επικίνδυνο κόσμο των επενδύσεων ο ιδιώτης επενδυτής, ιδιαίτερα ο μικροεπενδυτής, δεν μπορεί πλέον να κινείται μόνος του, ιδίως εάν δεν είναι ειδικός. Τα αμοιβαία κεφάλαια θεωρούνται μια καλή επιλογή επένδυσης γι αυτό άλλωστε έχουν γνωρίσει παγκοσμίως μεγάλη ανάπτυξη και καθιέρωση.

## **6.16 Μειονεκτήματα αμοιβαίων κεφαλαίων**

Παρόλο που τα αμοιβαία κεφάλαια προσφέρουν σημαντικά πλεονεκτήματα στους επενδυτές έχουν όμως και ορισμένα μειονεκτήματα όπως π.χ. τα εξής:

1. Οι εταιρίες διαχείρισης των αμοιβαίων κεφαλαίων πρέπει να αξιολογούνται και να ελέγχονται καθ' ότι δεν είναι όλες οι εταιρίες αποτελεσματικές

2. Οι προμήθειες διάθεσης των μεριδίων των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι σχετικά υψηλές ιδιαίτερα για τους επενδυτές που αναγκάζονται να ρευστοποιήσουν τα μερίδιά τους σε σύντομο χρονικό διάστημα

3. Η ανοιχτή δομή των αμοιβαίων κεφαλαίων εγκυμονεί προβλήματα στις εταιρίες διαχείρισης, ιδιαίτερα σε περιόδους έντονων ψυχολογικών διακυμάνσεων



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΟΡΤΙΟΝΣ (ΣΥΜΦΩΝΙΕΣ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ)

#### 7.1 Γενικά

Έτσι ονομάζεται το δικαίωμα που έχει ο αγοραστής των options να αγοράσει ή να πουλήσει ένα αγαθό ή χρεόγραφο σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, το οποίο καθορίζεται κατά την αγορά option. Ο αγοραστής του προϊόντος αυτού καταβάλλει στον πωλητή ένα ποσοστό της συνολικής αξίας του αγαθού, για το οποίο ισχύει το option – το ποσοστό αυτό ονομάζεται premium.

Δυο κατηγορίες options υπάρχουν:

- Τα call options που είναι το δικαίωμα αγοράς και
- Τα put options που είναι το δικαίωμα πώλησης

Ο αγοραστής του call options, αναμένει ότι θα κερδίσει σε περίπτωση των τιμών, ενώ το αντίθετο συμβαίνει όταν αγοράζονται put options.

Το δικαίωμα αγοράς, που έχει ο αγοραστής ενός option μπορεί να το ασκήσει στην περίπτωση όπου κατά τη λήξη του χρονικού διαστήματος που έχει καθοριστεί η τιμή του αγαθού είναι τέτοια ώστε να του εξασφαλίσει κέρδη.

Η τιμή που θα πληρώσει κάποιος για να αγοράσει options δεν είναι καθορισμένη. Τρεις είναι οι κύριοι παράγοντες που επηρεάζουν την τιμή στην οποία θα το αγοράσει κάποιος:

- Η διάρκεια που όσο μεγαλύτερη είναι τόσο υψηλότερο είναι το premium.
- Η διάφορα μεταξύ τρέχουσας τιμής του νομίσματος που θα αγοραστεί και εκείνης που θα ασκηθεί το δικαίωμα.
- Η διακύμανση των τιμών στο παρελθόν. Όσο πιο απότομη ήταν η διακύμανση κατά το παρελθόν, τόσο ακριβότερο είναι το premium των options.

- Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλύσουμε ένα χρηματοπιστωτικό «εργαλείο» που, αντίθετα με όσα εξετάσαμε μέχρι τώρα, δε φαίνεται να είναι κάτι «χειροπιαστό». Και όχι μόνο αυτό, αλλά τη στιγμή που το αγοράζεις ή το πουλάς, γνωρίζεις πολύ καλά πως μετά από ένα ορισμένο διάστημα (π.χ. μετά από έξι ή εννιά μήνες) θα παύσει να έχει οποιαδήποτε αξία. Το χρηματοπιστωτικό αυτό εργαλείο είναι η Option («Δικαίωμα προαίρεσης»).

Όταν αγοράζετε ή (πουλάτε) στη Spot αγορά ένα χρηματοπιστωτικό τίτλο – όπως π.χ. μια μετοχή ή ένα ομόλογο ή ένα ξένο νόμισμα κλπ. – καταβάλλετε (ή εισπράττετε) αμέσως τη Spot τιμή του και αποκτάτε (ή παραδίδετε) τον τίτλο, είτε αμέσως είτε σε 48 ή 72 ώρες. Η συναλλαγή σας έχει, ας πούμε, ένα «χειροπιαστό παρόν»: δίνετε (ή παίρνετε) χρήμα και αποκτάτε (ή παραδίδετε) τον τίτλο.

Όταν πάλι αγοράζετε (ή πουλάτε) στην Προθεσμιακή αγορά ένα τίτλο – ομόλογο, μετοχή, ξένο νόμισμα κλπ. – αγοράζετε (ή πουλάτε) ένα «Προθεσμιακό Συμβόλαιο» που σας δεσμεύει ότι σε κάποιο χρονικό σημείο του μέλλοντος εσείς, ο κάτοχός του, θα αγοράσετε (ή θα πουλήσετε) το χειροπιαστό περιουσιακό στοιχείο που αναφέρεται στο συμβόλαιο αυτό ως υποκείμενος τίτλος. Βεβαίως, στο ενδιάμεσο διάστημα μπορείτε να εμπορευθείτε το προθεσμιακό σας συμβόλαιο. Αλλά ο οποίος κάτοχός του (εσείς ή ο α ή ο β... κλπ.) έχει ανά πάσα στιγμή ένα «χειροπιαστό» μέλλον στο χαρτοφυλάκιό του. Εκείνος δε που θα είναι κάτοχος του συμβολαίου κατά το χρόνο  $t_1$  (στον οποίο ορίζεται πως θα υλοποιηθεί η συμφωνία του χρόνου  $t_0$ ), οφείλει να την υλοποιήσει, δηλαδή να αγοράσει ή να πουλήσει τον υποκείμενο τίτλο που αναφέρει το συμβόλαιο στην προθεσμιακή τιμή που επίσης αναφέρει το συμβόλαιο. Δηλαδή, θα δώσει (ή θα πάρει) χρήμα και θα πάρει (ή θα δώσει) τον «χειροπιαστό» υποκείμενο τίτλο.

Σε αντίθεση με τα πιο πάνω, μια Option δεν έχει τίποτα το «χειροπιαστό», στο παρόν ή στο μέλλον, δεσμευτικό να αγορασθεί (ή να πουληθεί) από τον κάτοχό της. Η Option είναι «απλά και σκέτα» ένα Δικαίωμα. Και ως «Δικαίωμα» ο κάτοχός του είναι ελεύθερος να το «ασκήσει» ή όχι. Είναι, για παράδειγμα, το «Δικαίωμα» να αγοράσετε μετά από εννέα μήνες μια μετοχή της X Ανώνυμης Εταιρείας στη τιμή των 5€. Αν θέλετε (δηλαδή αν σας συμφέρει) το ασκείτε το «Δικαίωμα» αν όχι (δηλαδή αν δε σας συμφέρει) δεν

το ασκείτε (δηλαδή δεν αγοράζετε την μετοχή). Είναι επίσης το Δικαίωμα να πουλήσετε 1.000€ / \$. Αν θέλετε (δηλαδή αν σας συμφέρει), στους τρεις μήνες πουλάτε τα 1.000 δολάρια (δηλαδή ασκείτε το Δικαίωμα) αν δεν θέλετε, δεν τα πουλάτε. Και προσέξτε: το «Δικαίωμα» αυτό έχει συγκεκριμένη χρονική διάρκεια μέσα στην οποία μπορεί να ασκηθεί. Μετά τους τρεις ή τους έξι ή τους εννιά μήνες το «Δικαίωμα» σας «εξαφανίζεται», παύει να υφίστανται. Το «αγαθό» σας είναι «φθαρτό».

«Αγαθό»; Βεβαίως αγαθό. Θυμηθείτε από τα εισαγωγικά σας εγχειρίδια στα οικονομικά, τις ιδιότητες των αγαθών και θα δείτε αμέσως πως το «Δικαίωμα» να κάνεις ή να μην κάνεις κάτι, πρώτον ικανοποιεί κάποιες ανάγκες (θα δούμε ποιες), δεύτερον δεν υπάρχει σε αφθονία και γι' αυτό, τρίτον, έχει κάποια τιμή η οποία, τέταρτον, «σχηματίζεται», διαμορφώνεται, μέσα σε μια «αγορά». Με άλλα λόγια, το «Δικαίωμα», η Option, έχει αυτό καθαυτό μια αξία αλλά μια αξία που δεν είναι χειροπιαστή παρά μόνο με την έννοια πως ως Τιμή διαμορφώνεται, σχηματίζεται από την «προσφορά» και τη «ζήτηση» του «αγαθού» μέσα στην «αγορά». Όπως στα futures έτσι και στα Options η ανάλυσή μας θα γίνει με υποκείμενο τίτλο ένα ξένο συνάλλαγμα, το δολλάριο. Τα συμπεράσματά μας θα είναι ακριβώς τα ίδια με αυτά που θα προέκυπταν, αν ως υποκείμενος τίτλος χρησιμοποιούταν ένας Δείκτης Μετοχών, μια Μετοχή, ένα Ομόλογο κλπ.

## 7.2 Είδη και λειτουργίες των δικαιωμάτων προαίρεσης

Περιγράψαμε προηγουμένως τη Χρηματοπιστωτική Option ως το Δικαίωμα αγοράς ή πώλησης ενός χρηματοπιστωτικού τίτλου μέχρι μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή του μέλλοντος σε μια συγκεκριμένη τιμή. Από τώρα και στο εξής η τιμή αγοράς ή πώλησης του σχετικού τίτλου, η οποία αναγράφεται στο σχετικό συμβόλαιο θα ονομάζεται *Τιμή Άσκησης ή Τιμή Εξάσκησης* (Exercise Price) του συμβολαίου, ενώ η ημερομηνία μέχρι την οποία ο κάτοχος του συμβολαίου έχει το δικαίωμα να το υλοποιήσει ή όχι θα ονομάζεται

*Ημερομηνία Άσκησης ή Ημερομηνία Εξάσκησης (Exercise Date)* του συμβολαίου.

Προσέξτε όμως: Η Τιμή Άσκησης ή Εξάσκησης είναι η τιμή στην οποία θα αγορασθεί ή θα πωληθεί ο υποκείμενος τίτλος (η μετοχή, το ξένο νόμισμα κ.λ.π.). Δεν είναι η Τιμή ή Τίμημα της ίδιας της Option (*Option Price* ή *Premium*). Η Τιμή ή Τίμημα της Option είναι το ποσό που πρέπει να καταβληθεί από τον αγοραστή (ή να εισπραχθεί από τον πωλητή) της Option. Είναι η Τιμή ή Τίμημα του Δικαιώματος. Είναι, με άλλα λόγια, το Κόστος που πρέπει να καταβάλει ο αγοραστής (ή το Έσοδο που πρέπει να εισπράξει ο πωλητής) το Δικαίωμα αγοράς ή πώλησης του υποκείμενου τίτλου στην Τιμή Άσκησης. Πιο συγκεκριμένα, τώρα:

α. Το *Call Option Contract* (Συμβόλαιο ενός Δικαιώματος Αγοράς) είναι ένα συμβόλαιο που ενσωματώνει τη δυνατότητα να αγορασθεί ένας τίτλος μέχρι μια ορισμένη Ημερομηνία Άσκησης και σε μια ορισμένη για τότε Τιμή Άσκησης. Προσέξτε: το αγαθό για το οποίο μιλάμε είναι το συμβόλαιο, όχι ο ίδιος ο υποκειμενικός τίτλος! Για αυτό το αγαθό, για το Call Option Contract, που είναι ένα εμπορεύσιμο αγαθό στα ειδικά χρηματιστήρια, υπάρχουν φυσικά:

-οι αγοραστές της Call Option:  $\alpha_c$

-οι πωλητές της Call Option:  $\pi_c$

β. Το *Put Option Contract* (Συμβόλαιο ενός Δικαιώματος Πώλησης) είναι ένα συμβόλαιο που ενσωματώνει τη δυνατότητα να πωληθεί ένας τίτλος μέχρι μια ορισμένη Ημερομηνία Άσκησης και σε ορισμένη για τότε Τιμή Άσκησης. Προσέξτε: το αγαθό μας είναι το συμβόλαιο, όχι ο ίδιος ο τίτλος! Για αυτό το αγαθό, για το Put Option Contract, που είναι και πάλι ένα εμπορεύσιμο αγαθό στα ειδικά χρηματιστήρια υπάρχουν και πάλι φυσικά:

-οι αγοραστές της Put Option:  $\alpha_p$

-οι πωλητές της Put Option:  $\pi_p$

Στα ειδικά λοιπόν χρηματιστήρια των Option τα αγαθά μεν είναι δύο (τα Call Options Contracts και τα Put Options Contract), οι συναλλασσόμενοι όμως κατατάσσονται στις πιο πάνω τέσσερις κατηγορίες: την  $\alpha_c$ , την  $\pi_c$ , την  $\alpha_p$  και την  $\pi_p$ .

Το προθεσμιακό στοιχείο, που είναι βασικό χαρακτηριστικό τόσο των Call Options όσο και των Put Options, προσδιορίζει και την προθεσμιακού τύπου

ονομασία των αγοραστών και των πωλητών: οι  $\alpha_c$ , και  $\alpha_p$  δηλαδή οι αγοραστές μιας Call ή μιας Put αντίστοιχα λαμβάνουν *μακρά* θέση (long position) μέσα στην αγορά. Οι  $\pi_c$  και  $\pi_p$ , δηλαδή οι πωλητές μιας Call ή μιας Put, αντίστοιχα, λαμβάνουν *βραχεία* θέση (short position) μέσα στην αγορά.

Σημειώστε, τέλος, πως οι Options (είτε οι Call Options είτε οι Put Options) διακρίνονται – με κριτήριο το χρόνο μέσα στον οποίο μπορούν να «ασκηθούν» - σε Αμερικανικές και σε Ευρωπαϊκές Options. Μια *Αμερικανική Option* μπορεί να «ασκηθεί» από τον κάτοχο της σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο του διαστήματος  $t_1 - t_0$  (όπου  $t_1$  είναι η τελική ημερομηνία άσκησης στη συγκεκριμένη Option). Μια *Ευρωπαϊκή Option*, από την άλλη μεριά, μπορεί να ασκηθεί *μόνο* στο χρόνο  $t_1$ , δηλαδή μόνο στην ημερομηνία άσκησης της. Υπενθυμίζεται πως *άσκηση της Option* σημαίνει να υλοποιήσεις την αγορά ή πώληση του υποκείμενου τίτλου που ενσωματώνει μέσα στο Option Contract.

### 7.3 Παράδειγμα Call Option

Θεωρείστε ένα *Συμβόλαιο Ευρωπαϊκής Call Option* που αφορά στην αγορά 1000 δολαρίων έναντι ευρώ σε Τιμή Άσκησης την  $P = 1,20 \text{ €/}\$$  και με ημερομηνία άσκησης την 15<sup>η</sup> Αυγούστου (έστω ότι σήμερα είναι 15 Μαΐου και επομένως μεσολαβούν 3 μήνες μέχρι τη λήξη της Option). Αυτή, λοιπόν, η Call Option είναι το ακόλουθο αγαθό: «Ο κάτοχος της την 15<sup>η</sup> Αυγούστου θα μπορεί *είτε* να αγοράσει 1000\$ στην τιμή 1,20 €/\\$ άρα καταβάλλοντας 1200€ *είτε* να μην αγοράσει τα 1000\$».

### 7.4 Παράδειγμα Put Option

Θεωρείστε με το ίδιο αριθμητικό παράδειγμα της Call Option που χρησιμοποιήσαμε στο προηγούμενο παράδειγμα πως το «αγαθό», που αυτή τη φορά θα εξετάσουμε, είναι ένα *Συμβόλαιο Ευρωπαϊκής Put Option*, που αφορά στην πώληση 1000 δολαρίων έναντι ευρώ σε Τιμή Άσκησης την  $P = 1,20 \text{ €/}\$$  και με ημερομηνία άσκησης την 15<sup>η</sup> Αυγούστου (έστω ότι σήμερα

είναι 15 Μαΐου και επομένως μεσολαβούν 3 μήνες μέχρι τη λήξη της Option). Το «αγαθό» για το οποίο μιλάμε τώρα είναι το ακόλουθο: «ο κάτοχος της Put Option την 15<sup>η</sup> Αυγούστου θα μπορεί είτε να πουλήσει τα 1000\$ στην τιμή των 1,20 €/€ εισπράττοντας 1200€, είτε να μην πουλήσει τα 1000\$.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

### FUTURES (ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΕΣ ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ)

#### 8.1 Γενικά

Τα futures είναι μια συμφωνία μεταξύ δυο μερών τα όποια συμφωνούν να προχωρήσουν σε μια συγκεκριμένη αγοραπωλησία ενός αγαθού (ομόλογου), σε μια συγκεκριμένη μελλοντική χρονική στιγμή (π.χ. μετά έξι μήνες) και σε συγκεκριμένη τιμή.

Τα αγαθά που αποτελούν αντικείμενο αγοραπωλησίας στα futures είναι τα εξής:

- Μετοχές. Συγκεκριμένα υπάρχουν futures επί συγκεκριμένων μετοχών, επί του γενικού ή κλαδικού χρηματιστηριακού δείκτη κ.λπ.
- Ομόλογα (δημόσιου και δήμων) και έντοκα γραμμάτια του δημόσιου.
- Επιτόκια ομολόγων, εντόκων γραμμάτων, τιτλοδοτημένων δανειακών υποχρεώσεων κ.λπ.
- Νομίσματα
- Εμπορεύματα μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνονται μέταλλα και αγροτικά προϊόντα.
- Οι συναλλαγές αυτές γίνονται σε εξειδικευμένα χρηματιστήρια του εξωτερικού καθώς και στην Ελλάδα στο εξειδικευμένο χρηματιστήριο παραγώγων.

#### 8.2 Τα βασικότερα χαρακτηριστικά των futures

Τα βασικότερα χαρακτηριστικά των futures είναι τα εξής:

- Διαπραγματευσιμότητα

- Τα futures δίνουν το δικαίωμα της διαπραγματευσιμότητας στο χρηματιστήριο και η πορεία των τιμών τους μεταβάλλεται καθημερινά.
- Ένας επενδυτής μπορεί, κατά τη διάρκεια του συμβολαίου, να προχωρήσει:
- Στην αγορά ενός συμβολαίου όπου θα έχει την υποχρέωση αγοράς στη λήξη του συμβολαίου σε προκαθορισμένη τιμή.
- Στην πώληση ενός συμβολαίου όπου θα έχει την υποχρέωση πώλησης στη λήξη, σε μια δεδομένη τιμή.
- Δεν απαιτεί επενδυτικό κεφάλαιο
- Τα futures αποτελούν μια επένδυση που απαιτεί το κόστος συναλλαγής και ένα ελάχιστο ύψος κεφαλαίου που απαιτείται ως εγγύηση για την τήρηση της υπόσχεσης.
- Μεγαλύτερα υποσχόμενα περιθώρια κέρδους
- Η απαιτήσει αυτή απαιτεί σχεδόν μηδενικά κεφάλαια. Είναι δηλαδή πολύ υψηλά τα περιθώρια κέρδους τα οποία υπόσχονται τα futures σε περίπτωση επιβεβαίωσης των προβλέψεων του επενδυτή.

### 8.3 Παραδείγματα FUTURES

#### Παράδειγμα πρώτο:

Ένας επενδυτής προβαίνει στις 1-7-2008 στην αγορά ενός συμβολαίου Futures 1000 μετόχων της Τράπεζας Πειραιώς προς 15€ ανά μετοχή, το συμβόλαιο λήγει σε έξι μήνες, δηλαδή στις 31-12-2008. Ας υποθέσουμε ότι με τη λήξη του συμβολαίου στις 31-12-2008 η τιμή της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς θα ανέλθει στα 20€ ανά μετοχή.

Τότε ο επενδυτής εκείνος ο οποίος θα αγόραζε το συγκεκριμένο Future Contract θα κέρδιζε ένα ποσό της τάξης των 1000 μετοχών x 5€ ανά μετοχή = 5000€, έχοντας διαθέσει μηδενικό κεφάλαιο.

Αντίθετα, ο επενδυτής που την ίδια ημερομηνία θα αγόραζε μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς προς π.χ. 13€ , τότε θα κέρδιζε 1000 x 7€ = 7000€, έχοντας απόδοση της τάξης του 7000 /



Συγκρίνοντας δηλαδή την χαμηλότερη απόδοση του 6,5% που πέτυχε ο επενδυτής της μετοχής της Τράπεζας Πειραιώς με την απόδοση που προτίμησε το αντίστοιχο Futures (ανέρχεται σε 100%), τότε γίνεται φανερό το ποσό πιο προσοδοφόρα μπορεί να είναι η επένδυση Futures, αν βέβαια, όπως ήδη αναφέραμε, επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις του επενδυτή.

#### **Παράδειγμα δεύτερο:**

Απόκτηση ενός long συμβολαίου future και μετέπειτα κλείσιμο της θέσης αυτής σε υψηλότερη τιμή.

Π.χ. στις 1-9-2008 ο επενδυτής αγοράζει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο «future» μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς προς 10000€. Ένα μήνα μετά στις 1-10-2008, η μετοχή της Τράπεζας Πειραιώς σημείωσε σημαντική αύξηση, γεγονός που επιδρά θετικά στην πορεία της τιμής του future, που με τη σειρά της ανέρχεται σε 11000€.

Ο επενδυτής προχωρεί στο κλείσιμο της θέσης στις 1-10-2008 αποκομίζοντας κέρδη 1000€.

#### **Παράδειγμα τρίτο:**

Απόκτηση ενός short συμβολαίου future και μετέπειτα κλείσιμο της θέσης αυτής πριν τη λήξη του σε χαμηλότερη τιμή.

Π.χ. ο επενδυτής στις 30-10-2008 αποκτά ένα short συμβόλαιο future 100 μετοχών της Τράπεζας Πειραιώς αξίας 10500€. Ακολουθεί πτώση της τιμής της Τράπεζας Πειραιώς που επηρεάζει πτωτικά την πορεία της τιμής του short συμβολαίου future και στις 15-11-2008 τη μειώνει στις 9000€. Ο επενδυτής στις 15-11-2008 προχωρεί στο κλείσιμο του short συμβολαίου του αποκομίζοντας κέρδος ύψους 1500€.

## **8.4 Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (Futures Contracts) και οι Προθεσμιακές Αγορές (Futures Markets)**

Θα ονομάσουμε Εμπορεύσιμο Προθεσμιακό Συμβόλαιο (Futures Contract) μια συμφωνία (η οποία έχει τη μορφή ενός εμπορεύσιμου αξιόγραφου –

δηλαδή διαπραγματεύσιμου σε κάποιο Χρηματιστήριο Προθεσμιακών Αξιογράφων), η οποία γίνεται στο χρόνο  $t_0$ , τιμή. Αυτή η τιμή, που θα καταβληθεί στο χρόνο  $t_1$  αλλά που συμφωνείται ήδη από το χρόνο  $t_0$ , είναι η Προθεσμιακή Τιμή ( *Futures Price*) του συμβολαίου.

Υποθέστε, για παράδειγμα, πως θα χρειαστείτε 1.000\$ στις 15 Αυγούστου (χρόνος  $t_1$ ) και πως σήμερα είναι 15 Μαΐου (χρόνος  $t_0$ ). Υποθέστε επίσης πως η Spot Τιμή του \$ στην Αθήνα είναι σήμερα, 1, 57€ / \$. Προφανώς, για να διασφαλίσετε πως στις 15 Αυγούστου, δηλαδή σε τρεις μήνες από σήμερα, θα έχετε πράγματι τα 1.000\$ που θα χρειαστείτε, βρίσκεστε μπροστά σε δύο επιλογές:

*Πρώτη επιλογή:* Αγοράζετε σήμερα, 15 Μαΐου, τα 1.000\$ στην Spot αγορά καταβάλλοντας την Spot Τιμή του \$, δηλαδή τα 1, 57€ / \$, άρα καταβάλλοντας  $1, 57€ / \$ \times 1.000\$ =$  € . Σημειώστε μάλιστα πως τα \$ που αγοράσατε σήμερα ( $t_0$ ) δεν χρειάζεται να τα «φυλάξετε» μέχρι το χρόνο  $t_1$ , δηλαδή την 15<sup>η</sup> Αυγούστου στο χρηματοκιβώτιό σας. Μπορείτε να τα τοποθετήσετε σ' ένα χρηματοπιστωτικό τίτλο, π.χ. σε ένα τρίμηνο πιστοποιητικό κατάθεσης, που θα σας αποφέρει κάποιο τόκο με βάση το επιτόκιο των τρίμηνων πιστοποιητικών κατάθεσης σε \$. Κι αυτό μπορείτε να το κάνετε είτε στην Αθήνα είτε στην Ν. Υόρκη.

*Δεύτερη επιλογή:* Αγοράζετε τα 1.000\$ στην Προθεσμιακή Αγορά (Futures Market) συναλλάγματος. Αυτή η δεύτερη επιλογή σας μπορεί να γίνει περίπου ως εξής: τηλεφωνείτε σήμερα στο χρηματιστή σας και τον πληροφορείτε πως επιθυμείτε να αγοράσετε 1.000\$ με «παράδοση» στις 15 Αυγούστου. Ο χρηματιστής σας ειδοποιεί αμέσως τον dealer στην Αγορά Συναλλάγματος ο οποίος με τη σειρά του εκδηλώνει την επιθυμία του να αγοράσει «1.000 Προθεσμιακά \$ 3 μηνών». Ας υποθέσουμε τώρα πως κάποιος άλλος dealer έχει οδηγίες να πωλήσει 1.000 προθεσμιακά \$ 3 μηνών για λογαριασμό κάποιου πελάτη,  $x$ , της δεύτερης αυτής τράπεζας. Οι δύο dealers διαπιστώνουν ότι μπορούν να πραγματοποιήσουν την αγοραπωλησία για λογαριασμό των πελατών τους, συμφωνούν για την τιμή των «1000 Προθεσμιακών \$ 3 μηνών» (δηλαδή την τιμή που εσείς θα πληρώσετε στις 15 Αυγούστου σε € και η συμφωνία, η Προθεσμιακή Συμφωνία, έχει κλείσει.

## Τα Απλά (ή μη Εμπορεύσιμα) Προθεσμιακά Συμβόλαια ( Forward Contracts)

Θα ονομάσουμε *Απλό Προθεσμιακό Συμβόλαιο (Forward Contract)* μια *ιδιωτική και μη εμπορεύσιμη* σε χρηματιστηριακούς χώρους συμφωνία δύο μερών που γίνεται στο χρόνο  $t_0$  και η οποία αφορά στην αγορά ή πώληση ενός τίτλου στο χρόνο  $t_1$  και σε καθορισμένη ήδη από το χρόνο  $t_0$  «*Τιμή Παράδοσης*» (*Delivery Price*)

Είναι φανερό πως το Forward Contract, στο βασικό του πυρήνα, εμφανίζεται όμοιο με το Futures Contract. Οι συνάπτοντες το Forward Contract παίρνουν αντιστοίχως: μια «*μακρά θέση*» (*long position*) ο αγοραστής και μία «*βραχεία θέση*» (*short position*) ο πωλητής.

Η κυριότερη – όχι πάντως η μόνη – διαφορά μεταξύ Futures Contract και Forward Contract είναι ότι τα Futures Contract τυγχάνουν διαπραγμάτευσης σε ένα χρηματιστήριο ή σε μια οργανωμένη αγορά, ενώ τα Forward Contracts δεν έχουν τη δυνατότητα τέτοιας διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια.

Μια *δεύτερη διαφορά* τους είναι πως τα Futures Contracts, ακριβώς επειδή τυγχάνουν διαπραγμάτευσης σε κάποιο χρηματιστήριο ή αγορά, οφείλουν να έχουν *τυποποιημένη μορφή*, ενώ τα Forward Contracts δεν είναι αναγκαίο να έχουν τέτοια μορφή, μιας και αποτελούν συγκεκριμένη εξατομικευμένη και μεμονωμένη *ιδιωτική συμφωνία* των δύο μερών.

Μία *τρίτη διαφορά* τους είναι ότι τα Futures Contracts σπάνια υλοποιούνται την ημέρα παράδοσης που είναι αναγεγραμμένη σε αυτά. Ακριβώς επειδή τυγχάνουν διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήρια, οι κάτοχοί τους μπορούν (και συνήθως το κάνουν) να τα πωλούν *πριν από την έλευση του χρόνου υλοποίησής τους* (δηλαδή του χρόνου  $t_1$  ). Αντίθετα, στα Forwards η υλοποίησή τους στο χρόνο  $t_1$  από τα δύο μέρη είναι η συνήθης πρακτική.

Μία *τέταρτη διαφορά*, ιδιαίτερως σημαντική, αφορά στη διαδικασία «*Διακανονισμού*» του συμβολαίου. Τα Forward Contracts «*διακανονίζονται*» (υλοποιούνται) εφάπαξ στο τέλος της προθεσμίας τους, δηλαδή την ημερομηνία παράδοσης. Στην ημερομηνία παράδοσης ο μεν αγοραστής του συμβολαίου (δηλαδή αυτός που είχε μακρά θέση) καταβάλλει την Delivery Price που είναι αναγεγραμμένη στο συμβόλαιο και αγοράζει το «*αγαθό*» (στην προκειμένη περίπτωση, ενός Forward Contract \$, αγοράζει το προϊόν

«προθεσμιακά \$»), ο δε πωλητής (δηλαδή αυτός που είχε βραχεία θέση) παραδίδει το «αγαθό» και εισπράττει την Delivery Price. Αντίθετα, στα Futures Contracts, ο «διακανονισμός», είναι «καθημερινός διακανονισμός» με την έννοια πως τόσο οι έχοντες μακρά θέση και οι έχοντες βραχεία θέση σε τέτοια συμβόλαια όχι μόνο γνωρίζουν σε καθημερινή βάση τα κέρδη τους ή τις ζημιές τους, αλλά, επιπροσθέτως, έχουν τη δυνατότητα να καταγράφεται η καθημερινή «καθαρή τους θέση» από τους αντίστοιχους χρηματιστές, χειρίζονται το σχετικό συμβόλαιο. Η τεχνική του καθημερινού διακανονισμού των Future Contracts γίνεται με τη χρησιμοποίηση του λεγομένου *Margin* που είναι το *περιθώριο Ασφάλισης ή Εγγυητής*. Το Margin το καταθέτει τόσο ο αγοραστής όσο και ο πωλητής του προθεσμιακού τίτλου ήδη από το χρόνο  $t_0$  που εισέρχονται στην προθεσμιακή συναλλαγή. Κάθε μέρα, η ΕΤΑΙΣΕΠ βγάζει και για τους δυο την καθαρή τους θέση. Αν η καθαρή θέση του αγοραστή δείχνει ζημιά από το Future, τότε η ΕΤΑΙΣΕΠ παίρνει το ποσό της ζημιάς από το margin του πώλησης ο οποίος καταγραφεί ισόποσο με τη ζημιά του αγοραστή κέρδος. Αν την άλλη μέρα ο πώλησης είναι που κάνει ζημιά, τότε η ΕΤΕΣΕΠ παίρνει από το δικό του λογαριασμό margin το ποσό της ζημιάς και το πιστώνει στο λογαριασμό του margin του αγοραστή.

## 8.5 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (futures contracts)

Ένα Συμβόλαιο Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) είναι παρόμοιο με ένα Προθεσμιακό Συμβόλαιο (ΠΣ), δηλαδή μία σημερινή συμφωνία και υποχρέωση για μία αγοραπωλησία (συναλλαγή) ενός συγκεκριμένου υποκειμένου περιουσιακού στοιχείου (asset) σε προκαθορισμένη μελλοντική χρονική στιγμή (maturity, ημερομηνία διακανονισμού) και σε προκαθορισμένη τιμή (delivery price, προθεσμιακή τιμή). Και τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη έχουν την υποχρέωση να εκπληρώσουν την συναλλαγή στο μέλλον μιας και εξ αρχής αποδέχτηκαν τους όρους. Οι αποδόσεις των ΣΜΕ είναι επίσης παρόμοιες με αυτές των ΠΣ (βλέπε διαγράμματα 10.1 & 10.2), αλλά η διαφορά τους είναι ότι τα ΣΜΕ διαπραγματεύονται σε οργανωμένες

δευτερογενείς αγορές με συγκεκριμένους κανόνες και πλαίσια. Στην Ελλάδα ένα σημαντικό ΣΜΕ που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) είναι αυτό στον δείκτη FTSE/ASE-20. Ο δείκτης αυτός δημιουργήθηκε το 1997 από την FTSE International και είναι βασισμένος στις 20 μεγαλύτερες εταιρείες του ΧΑΑ με την υψηλότερη κεφαλαιοποίηση και εμπορευσιμότητα.

Σε γενικές γραμμές, διεθνώς, υπάρχουν πέντε ομάδες συμμετεχόντων στις αγορές των ΣΜΕ.

- Το **χρηματιστήριο παραγώγων**, το οποίο συνήθως ανήκει σε μία εταιρεία, και το οποίο όχι μόνο προσφέρει τον φυσικό χώρο στον οποίο γίνονται οι συναλλαγές αλλά παρέχει και ασφάλεια στις συναλλαγές (κάτι που δεν συμβαίνει στον ίδιο βαθμό με τα ΠΣ). Το χρηματιστήριο καθορίζει και τους κανόνες διαπραγμάτευσης. Στην Ελλάδα το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. ξεκίνησε τον Αύγουστο του 1999 με σκοπό την οργάνωση και υποστήριξη των συναλλαγών στην χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων. Ανήκει δε στην ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. (ΕΧΑΕ), η οποία είναι εταιρεία συμμετοχών (holding company) και ελέγχεται κατά ποσοστό 40,7% από το Ελληνικό Δημόσιο μέσω της Δ.Ε.Κ.Α. (Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών), κατά 27,5% από πιστωτικά ιδρύματα, κατά 11,3% από θεσμικούς επενδυτές, κατά 5,8% από εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες, κατά 4,4% από ΑΧΕ, κλπ. Οι μετοχές της ΕΧΑΕ εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών τον Αύγουστο του 2000.
- Ο **οργανισμός εκκαθάρισης των συναλλαγών**. Στην Ελλάδα υπάρχει η Εταιρεία Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων Α.Ε., που ξεκίνησε την λειτουργία της τον Αύγουστο του 1999 με σκοπό να εκκαθαρίζει τις συναλλαγές του ΧΠΑ, να αποτελεί τον εγγυητή όλων των πράξεων, και να δρα ως αντισυμβαλλόμενος σε κάθε πράξη. Ανήκει δε στην ΕΧΑΕ. Με άλλα λόγια, ο οργανισμός εκκαθάρισης των συναλλαγών βρίσκεται πάντα μεταξύ των αντισυμβαλλομένων μερών εξασφαλίζοντας ότι το ΣΜΕ θα τηρηθεί: κάθε συναλλασσόμενος συναλλάσσεται με τον οργανισμό

εκκαθάρισης, κάτι που δεν βοηθά μόνο στην ασφάλεια αλλά και στην γρήγορη εκτέλεση των συναλλαγών (π.χ. δεν χάνεται χρόνος για να ελεγχθεί η φερεγγυότητα κάθε συναλλασσόμενου).

- Ένας **κυβερνητικός ή ημι-κυβερνητικός οργανισμός εποπτείας**. Στην Ελλάδα έχουμε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην οποία έχει ανατεθεί κατά κύριο λόγο ο έλεγχος της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς. Γενικότερα, μπορεί να λαμβάνει κανονιστικές αποφάσεις με ισχύ ανάλογη αυτής των νόμων και επίσης να εποπτεύει όλο το χώρο της κεφαλαιαγοράς, περιλαμβανομένων του Χ.Α.Α., του Κεντρικού Αποθετηρίου Αξιών, του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών, της Εταιρείας Εκκαθάρισης Συναλλαγών Επί Παραγώγων, του Χρηματιστηριακού Κέντρου Θεσσαλονίκης, των Ανωνύμων Χρηματιστηριακών Εταιρειών, των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, των Ανωνύμων Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Ανωνύμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων.
- Τα **μέλη του χρηματιστηρίου**, είτε μεσίτες (brokers) που συναλλάσσονται για λογαριασμό των πελατών τους είτε διαπραγματευτές (traders, locals) που συναλλάσσονται για δικό τους λογαριασμό.
- Τέλος υπάρχουν οι **επενδυτές**, οι οποίοι μπορεί να είναι είτε κερδοσκόποι (speculators) που συναλλάσσονται με σκοπό το κέρδος, είτε επενδυτές που έχουν σκοπό την κάλυψη του κινδύνου τους από άλλες θέσεις (hedgers), είτε επενδυτές που έχουν σκοπό την εκμετάλλευση ανισορροπιών στην αγορά.

Σαν αποτέλεσμα της διαπραγμάτευσης σε οργανωμένα χρηματιστήρια τα ΣΜΕ είναι σε πολύ μεγάλο βαθμό τυποποιημένα, σε σχέση τα ΠΣ. Αυτό σημαίνει ότι οι οροί κάθε συμβολαίου πάνω στο ίδιο το προϊόν είναι πανομοιότυποι. Η τυποποίηση των ΣΜΕ έχει να κάνει κυρίως με τρεις παράγοντες:

- **Ποτέ** θα γίνει η παράδοση (ακριβής μέρα και ώρα). Κάθε ΣΜΕ αναφέρεται με τον μηνά παράδοσης του και τα χρηματιστήρια στα

οποία διαπραγματεύονται τα ΣΜΕ ορίζουν την ακριβή περίοδο (μέρα και εβδομάδα) κατά τον μηνά παράδοσης που θα παραδοθεί το προϊόν. Οι μήνες παράδοσης διαφέρουν από αγορά σε αγορά ή προϊόν σε προϊόν και επιλέγονται για να αντικατοπτρίζουν τις ανάγκες των συμμετεχόντων στην αγορά.

- **Που** θα γίνει η παράδοση (ακριβής τόπος). Τα χρηματιστήρια στα οποία διαπραγματεύονται τα ΣΜΕ ορίζουν επίσης τον ακριβή τόπο στον οποίο θα γίνει η παράδοση.
- **Τι** θα παραδοθεί. Τα χρηματιστήρια στα οποία διαπραγματεύονται τα ΣΜΕ ορίζουν και τα χαρακτηριστικά του προϊόντος που είναι προς παράδοση. Επίσης ορίζεται ακριβώς και το μέγεθος του κάθε ΣΜΕ, δηλαδή τι ποσότητα του υποκειμένου προϊόντος αντιπροσωπεύει κάθε συμβόλαιο, κάτι που έχει να κάνει κυρίως με τον χρηστή του συμβολαίου.

Μια διαφορά μεταξύ των ΠΣ με τα ΣΜΕ είναι ότι τα ΣΜΕ είναι διαθέσιμα για έναν πολύ μεγάλο αριθμό υποκειμένων προϊόντων, και ότι στην συντριπτική τους πλειοψηφικά οι περισσότερες θέσεις στα ΣΜΕ κλείνονται πριν την στιγμή της παράδοσης, δεν απαιτούν φυσική παράδοση του προϊόντος, δηλαδή πολύ σπάνια οι επενδυτές σε αυτά τα συμβόλαια θα θελήσουν να παραλάβουν ή να παραδώσουν τον υποκείμενο τίτλο ή προϊόν. Μια άλλη σημαντική διαφορά με τα ΠΣ είναι ότι τα ΣΜΕ εκκαθαρίζονται καθημερινά, δηλαδή στο τέλος κάθε μέρας οι επενδυτές των οποίων οι θέσεις είτε αγοράς είτε πώλησης έχουν ζημίες πληρώνουν το ποσό της ζημίας στους επενδυτές των οποίων οι θέσεις είτε αγοράς είτε πώλησης έχουν κέρδη.

## **8.6 Εντολές συναλλαγής στα ΣΜΕ μεταξύ χρηματιστή και πελάτη**

Εντολή Market: εντολή που σημαίνει να αγοράσει ή να πουλήσει το ΣΜΕ στην καλύτερη τιμή που επικρατεί στην αγορά την στιγμή που γίνεται η διαπραγμάτευση.

**Εντολή Limit:** εντολή που σημαίνει να αγοράσει ή να πουλήσει το ΣΜΕ σε μια συγκεκριμένη τιμή, ή οποιαδήποτε τιμή καλύτερη από αυτήν.

**Εντολή Stop Loss:** εντολή που σημαίνει να αγοράσει ή να πουλήσει το ΣΜΕ μόνον όταν η τιμή έχει φτάσει σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο.

**Εντολή Discretionary:** εντολή που σημαίνει να αγοράσει ή να πουλήσει το ΣΜΕ σε οποια τιμή θεωρεί ο μεσίτης καλύτερη.

**Εντολή Good till Cancelled:** εντολή που σημαίνει ότι ισχύει μέχρις ότου να αναιρεθεί.

**Εντολή Fill or Kill:** εντολή που σημαίνει ότι εάν δεν εκτελεστεί άμεσα ακυρώνεται.

## 8.7 Διαφορές Προθεσμιακών Συμβολαίων και Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης

ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΑ ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ	ΣΥΜΒΟΛΑΙΑ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΗΣ ΕΚΠΛΗΡΩΣΗΣ
Δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια. Αυτό-ρυθμιζόμενη αγορά.	Διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια.
Περισσότερο από το 90% εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση.	Το χρηματιστήριο καθορίζει τους κανόνες διαπραγμάτευσης. Οργανισμοί εποπτείας.
Διαφορά μεγεθών ανάλογα με τον πελάτη.	Λιγότερο από το 1% εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση.
Συμβόλαια με παράδοση οποιαδήποτε μέρα.	Τυποποιημένα σε μέγεθος.
Εκκαθάριση στο τέλος του συμβολαίου.	Συγκεκριμένες ημέρες παράδοσης.
Αναφέρονται σε Ευρωπαϊκούς ορούς.	Καθημερινή εκκαθάριση.
Δεν χρειάζονται περιθώρια.	Αναφέρονται σε Αμερικανικούς ορούς.
Μεγάλος πιστωτικός κίνδυνος.	Χρειάζονται περιθώρια.
	Ελάχιστος πιστωτικός κίνδυνος.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

#### 9.1. Συμπεράσματα

Τα Προθεσμιακά Συμβόλαια (Forward Contracts και Futures Contracts), τα Swap, οι Put Options, οι Call Options και μια σειρά άλλων χρηματοπιστωτικών εργαλείων που γνωρίζουν μια πρωτοφανή άνθηση στα τελευταία χρόνια, (πολλά από αυτά είναι παραλλαγές των πιο πάνω, όπως τα Swaptions, τα Circuses, τα Straddles, οι Covered Calls, τα Strips, τα Straps, τα Strangles, τα Bull Spreads, τα Butterfly Spreads κλπ), έχουν ένα κοινό χαρακτηριστικό: τόσο η ύπαρξή τους όσο και η αξία τους εξαρτώνται από την ύπαρξη και την αξία άλλων, «πρωτογενών» ή «βασικών ή υποκείμενων τίτλων». Γι αυτό, τα πιο πάνω χρηματοπιστωτικά μέσα φέρουν τη γενική ονομασία των Παράγωγων Τίτλων (Derivative Securities ή απλά Derivatives) σε αντιδιαστολή ακριβώς από τους πρωτογενείς ή βασικούς ή υποκείμενους τίτλους.

Πάρτε για παράδειγμα ένα Προθεσμιακό Συμβόλαιο αγοράς Δολαρίων έναντι Ευρώ σε τρεις μήνες από τώρα. Το Προθεσμιακό Συμβόλαιο είναι βέβαια ένας τίτλος, και μάλιστα ένας τίτλος διαπραγματεύσιμος σε κάποιο χρηματιστήριο, αν είναι Futures Contract. Αλλά η ύπαρξη και η αξία του εξαρτώνται από την ύπαρξη και την αξία άλλου χρηματοπιστωτικού τίτλου, που στην περίπτωση μας είναι το νόμισμα «Δολάριο», και το νόμισμα «Ευρώ».

Η Τιμή του Προθεσμιακού Συμβολαίου (η Προθεσμιακή Τιμή) είναι βέβαια μια «Τιμή». Μια Τιμή όμως η οποία εξαρτάται από κάποιες άλλες τιμές, που στην περίπτωση μας είναι αφενός η Spot Τιμή (δηλαδή η Τιμή στην Spot Αγορά) και αφετέρου η διαφορά των δύο σχετικών επιτοκίων, Ευρώ και δολαρίου (που και αυτά είναι τιμές: οι «τιμές» του νομίσματος «Ευρώ» και του νομίσματος «Δολάριο» στην ελληνική και αμερικανική αγορά χρήματος αντίστοιχα).

Το \$ και το € είναι οι «πρωτογενείς», οι «βασικοί» τίτλοι. Το Προθεσμιακό Συμβόλαιο Δολαρίων έναντι Ευρώ είναι ένας Παράγωγος Τίτλος (Derivative Security).

Για να φύγουμε λίγο από τα νομίσματα (θυμίζουμε ότι όλα τα χρηματοπιστωτικά εργαλεία που εξετάσαμε μπορούν να αφορούν – και συνήθως αφορούν – σε κάθε χρηματοπιστωτικό τίτλο: νομίσματα, μετοχές, ομόλογα, έντοκα κλπ). Εμείς, με κριτήριο την ενότητα της ανάλυσής τους και μόνο, επιλέξαμε τη χρησιμοποίησή τους μόνο στην αγορά συναλλάγματος), ας δούμε ένα Προθεσμιακό Συμβόλαιο που αφορά στην αγορά, σε τρεις μήνες από τώρα, 1000 Μετοχών της Εταιρίας Ψ: το Προθεσμιακό Συμβόλαιο είναι Παράγωγος Τίτλος, η Μετοχή της εταιρίας Ψ είναι ο «Πρωτογενής» ή «Βασικός» ή Υποκείμενος Τίτλος.

Δεν θα ήταν υπερβολικό να ισχυρισθεί κανείς πως η εκρηκτική ανάπτυξη των Παράγωγων Τίτλων αποτελεί ίσως το βασικότερο χαρακτηριστικό της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αγοράς των τελευταίων είκοσι χρόνων.

Όπως θα περίμενε κανείς, οι Τράπεζες και οι άλλοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αποτελούν τους βασικούς φορείς του σχεδιασμού και της ανάπτυξης των Παράγωγων Τίτλων. Μολονότι «χρήστες» των νέων αυτών χρηματοπιστωτικών τίτλων είναι μία ποικιλία οικονομικών μονάδων – από τον απλό μικροεπενδυτή μέχρι τη μεγάλη βιομηχανική επιχείρηση, από το «ρισοκίνδυνο» μικροαποταμιευτή μέχρι τη μεγάλη Εταιρεία Αμοιβαίων Κεφαλαίων, από το μεμονωμένο κερδοσκόπο μέχρι αυτό το ίδιο το Κράτος κ.ο.κ. – Οι Τράπεζες είναι αυτές που κυρίως «παράγουν», «διακινούν», «διαχειρίζονται» ή απλά λειτουργούν ως «καταλύτης» μέσα στις συναλλαγές των Παράγωγων Τίτλων. Και, σημειώστε, οι συναλλαγές σε Παράγωγους Τίτλους, όπως ακριβώς και οι συναλλαγές σε πρωτογενείς ή Υποκείμενους βασικούς τίτλους, μπορεί να γίνονται είτε σε οργανωμένα χρηματιστήρια (Exchange Traded Derivatives), είτε απευθείας μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών (Over the Counter Traded Derivatives). Στη δεύτερη αυτή περίπτωση, οι παράγωγοι τίτλοι αγοράζονται ή πωλούνται ανάμεσα στους ενδιαφερόμενους, χωρίς την ανάγκη δηλαδή προσφυγής στο χρηματιστήριο.

Για να πάρετε μια αίσθηση της εκρηκτικής ανάπτυξης των συναλλαγών σε Παράγωγους Τίτλους τα τελευταία χρόνια, προσέξτε τα ακόλουθα στατιστικά

στοιχεία που προέρχονται από την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements):

- Το 1986, το σύνολο της αξίας των Παράγωγων Τίτλων που διακινήθηκαν από το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα ήταν περίπου 1,1 τρισεκατομμύρια δολάρια. Από αυτά, τα 600 δις δολάρια περίπου ήταν Παράγωγοι Τίτλοι που διακινήθηκαν μέσω χρηματιστηρίων, ενώ τα υπόλοιπα 500 δις δολάρια διακινήθηκαν απευθείας (over the counter) μεταξύ των συμβαλλομένων μερών.
- Το 1991, πέντε χρόνια μετά, το σύνολο της αξίας των Παράγωγων Τίτλων που διακινήθηκαν από το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα έφτασε τα 7,5 τρισεκατομμύρια δολάρια περίπου (δηλαδή το ποσό των 1,1 τρις του 1991 επταπλασιάστηκε μέσα σε μια πενταετία!). Από αυτά τα 3,5 τρις δολάρια διακινήθηκαν μέσω χρηματιστηρίων και τα υπόλοιπα 4,1 τρις δολάρια ήταν συναλλαγές over the counter. Σημειώστε πως γύρω στα 2,7 τρις δολάρια από τα 4,1 τρις δολάρια των over the counter συναλλαγών ήταν Swaps επιτοκίων του τύπου που εξετάσαμε.
- Το 2000 το σύνολο της αξίας των Παράγωγων Τίτλων που διακινήθηκαν από το παγκόσμιο τραπεζικό σύστημα ξεπέρασε τα 19 τρις δολάρια. Από αυτά τα 7,8 τρις δολάρια διακινήθηκαν μέσω Χρηματιστηρίων και τα υπόλοιπα 11,2 τρις δολάρια ήταν συναλλαγές over the counter.

Οι λόγοι για τους οποίους συνεχίζεται η εκρηκτική αυτή αύξηση των συναλλαγών σε Παράγωγους Τίτλους είναι πολλοί. Καταρχάς, οι Παράγωγοι Τίτλοι αποτελούν εργαλείο για Hedging (άμυνα στον κίνδυνο). Δεύτερον, οι Παράγωγοι Τίτλοι είναι εργαλείο για προσφυγή σε φθηνότερες πηγές χρηματοδότησης. Τρίτον, οι Παράγωγοι Τίτλοι όπως και οι πρωτογενείς τίτλοι βέβαια, αποτελούν χώρο όπου πρακτικές, όπως το arbitrage, η κερδοσκοπία κλπ, ή οι συνδυασμοί, τους έχουν ευρύτατα περιθώρια και ευκαιρίες εφαρμογής. Τέταρτον, οι Παράγωγοι Τίτλοι έχουν συνήθως χαμηλότερο κόστος συναλλαγών σε σύγκριση με τους πρωτογενείς τίτλους. Αυτό οφείλεται είτε στο ότι έχουν τυποποιημένη μορφή σε μεγάλα «chonδρικού τύπου» πακέτα (π.χ. τα Futures ή οι Options) είτε στο ότι οι τράπεζες και οι άλλοι

χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί έχουν πλέον «οικονομίες κλίμακας» στο σχεδιασμό και στην πώληση εξειδικευμένων Παραγώγων Τίτλων, προσαρμοσμένων στις ανάγκες των πελατών τους (όπως π.χ. τα swaps, όπου οι μεσολαβούσες τράπεζες λειτουργούν ως καταλύτης στην αμοιβαία εκμετάλλευση των εξατομικευμένων συγκριτικών πλεονεκτημάτων των πελατών τους). Πέμπτον, ολοένα και περισσότερες χώρες «αποκανονοποιούν» (deregulate) τις χρηματοπιστωτικές τους αγορές. Το άμεσο αποτέλεσμα αυτής της «αποκανονοποίησης» (deregulation) είναι να γίνεται ευχερέστερη η πρόσβαση των ενδιαφερομένων επενδυτών, κερδοσκόπων, επιχειρήσεων κλπ στους κάθε είδους Παράγωγους Τίτλους, αφού πλέον δεν υπάρχει ανάγκη να προσφεύγουν σε ξένες χρηματοπιστωτικές αγορές αλλά στις πιο οικείες και πιο «προσπελάσιμες» εγχώριες αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Η αποκανονοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών συμβαδίζει συνήθως με την αποκανονοποίηση του ευρύτερου οικονομικού συστήματος και είναι η διεθνής τάση της τελευταίας εικοσαετίας. Αλλά ταυτόχρονα η αποκανονοποίηση συνεπάγεται και νέου τύπου «κινδύνους» για τους δανειστές και τους δανειζόμενους. Για την αντιμετώπιση δε αυτών των νέων κινδύνων, εφευρίσκονται και πωλούνται νέοι τύποι Παραγώγων Τίτλων, που πολλές φορές φθάνουν σε επίπεδα ... λοταρίας: Υπάρχουν παραδείγματα Παραγώγων Τίτλων που προχωρούν πέρα από το Libor ή από το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων κλπ και συνδέουν την τελική αποδοτικότητα του τίτλου ακόμη και με την εξέλιξη των αποτυχιών ή επιτυχιών μιας ... ποδοσφαιρικής ομάδας!

## **Οι κίνδυνοι στις Αγορές των Παραγώγων**

Από την άλλη όμως μεριά, αυτή η εκρηκτική αύξηση των συναλλαγών σε Παράγωγους Τίτλους εμπεριέχει και μια σειρά από κινδύνους που είναι δύσκολο να αποτιμηθούν. Και ακριβώς επειδή είναι δύσκολο να αποτιμηθούν οι κίνδυνοι, απλώς μεγαλώνει ο συνολικός κίνδυνος τόσο για τους μεμονωμένους οικονομικούς φορείς όσο και για το συνολικό χρηματοπιστωτικό σύστημα είτε σε επίπεδο χώρας είτε ακόμη και σε παγκόσμιο επίπεδο.

Ας αρχίσουμε με την πρώτη, την πιο απλή, αλλά όχι αμελητέα, μορφή κινδύνου, το διοικητικό κίνδυνο (managerial risk). Όχι μόνο η γνώση αλλά και η διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου που αποτελείται από τόσο περίπλοκα χρηματοπιστωτικά εργαλεία, όπως τα swaps και τα strips, τους covered calls και τα straps, τα futures και τα swaptions, τα circuses και τα straddles και τα άλλα – εν πολλοίς «ευφημιστικά» - προϊόντα της σύγχρονης χρηματοπιστωτικής πραγματικότητας, είναι στα χέρια «λίγων». Και οι «λίγοι» δεν είναι κατ' ανάγκη οι top exclusives των τραπεζών, των επιχειρήσεων, των Εταιρειών Αμοιβαίων Κεφαλαίων κλπ. Συνήθως είναι οι assistant dealers ή οι dealers (ούτε καν οι chief dealers) των τραπεζών που δραστηριοποιούνται στις αγορές χρήματος και συναλλάγματος. Τα ανώτατα διοικητικά στελέχη δεν έχουν ούτε το χρόνο ούτε, κυρίως, την εξειδικευμένη γνώση που απαιτείται για την αγορά και πώληση, για την αποτίμηση και τη ρευστοποίηση κλπ των τίτλων αυτών. Κατά συνέπεια, δεν έχουν ουσιαστικό έλεγχο στο «πώς» και «γιατί», στο «πότε», στο «για ποιον» κλπ της όλης εργασίας που γίνεται στους Παράγωγους Τίτλους.

Μια δεύτερη μορφή κινδύνου αφορά στον έλεγχο της φερεγγυότητας της συναλλασσομένων. Θυμηθείτε πως μεγάλο ποσοστό των συναλλαγών σε Παράγωγους Τίτλους είναι συναλλαγές over the counter.

Αυτό συμβαίνει πως η παράκαμψη των χρηματιστηρίων μπορεί, βέβαια, να προκαλεί μείωση του κόστους της συναλλαγής, αλλά ταυτόχρονα προκαλεί μείωση της δυνατότητας ελέγχου της όλης φερεγγυότητας του αγοραστή ή του πωλητή, γενικά του συναλλασσόμενου, με την τράπεζα. Πολύ περισσότερο μάλιστα, όταν σε συγκεκριμένες συναλλαγές (π.χ. σε ένα Swap) η Τράπεζα δεν είναι απλώς πωλητής ή αγοραστής αλλά «συνεταίρος» στη συναλλαγή του επενδυτή X με τον επενδυτή Ψ.

Αφήσαμε τρίτη και τελευταία τη σημαντικότερη – και θεωρητικά / επιστημονικά την πιο ενδιαφέρουσα – μορφή κινδύνου: τον κίνδυνο του Σφάλματος στην Αποτίμηση ενός Παράγωγου Τίτλου. Θα σας φαινόταν ίσως περίεργος ο υπερτονισμός ενός τέτοιου κινδύνου τη στιγμή που έχουν αναπτυχθεί πολύπλοκες και εντόνως αυτοματοποιημένες μαθηματικές χρηματοοικονομικές τεχνικές για την αποτίμηση ενός τίτλου, πρωτογενούς ή παράγωγου. Θυμηθείτε, όμως, από την ανάλυση που αποπειραθήκαμε στα κεφάλαια για τα Futures, τα Swaps και τα Options πως, όσο πολύπλοκα,

λεπτομερειακά και εκτεταμένα κι αν είναι τα «μοντέλα», δεν παύουν να είναι «μοντέλα». Δηλαδή δεν παύουν να είναι απόπειρες αναπαραγωγής της πολυπλοκότητας του πραγματικού χρηματοπιστωτικού γίνεσθαι. Όσο τέλεια όμως και αν είναι η αναπαραγωγή του παρόντος, δεν μπορεί να απαλλαγεί από ένα βασικό και μόνιμο μειονέκτημα: την αδυναμία επακριβούς και ασφαλούς πρόβλεψης του μέλλοντος. Το «μοντέλο», το οποίο μοντέλο, μόνο εναλλακτικές υποθέσεις και παραδοχές μπορεί να κάνει, όχι επακριβείς και σίγουρες μετρήσεις. Φυσικά, η χρησιμοποίηση των δυνατοτήτων που προσφέρουν οι υπολογιστές επιτρέπει καλύτερες προβλέψεις, επιτρέπει να λαμβάνονται υπόψη αναρίθμητοι παράγοντες της ατομικής ή συλλογικής χρηματοπιστωτικής συμπεριφοράς, επιτρέπει πολλά άλλα. Δεν επιτρέπει πάντως, και ούτε θα επιτρέψει ποτέ, την επακριβή και ασφαλή μέτρηση του μέλλοντος. Ορισμένες φορές μάλιστα μπορεί η χρησιμοποίηση των έτοιμων προγραμμάτων χρηματοοικονομικής στρατηγικής των υπολογιστών να οδηγήσει και σε πλήρη κατάρρευση, όπως πολλές πλευρές διατείνονται ότι έγινε στις 19 Οκτωβρίου του 1987 στη τελευταία μεγάλη και απότομη πτώση των αξιών σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Κλείνοντας αυτή την εργασία αξίζει να σημειωθεί ότι, τα χρηματοοικονομικά εργαλεία στην Ελλάδα δεν είναι τόσο ανεπτυγμένα όσο είναι στις πιο ανεπτυγμένες αγορές του κόσμου όπως στις ΗΠΑ, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στη Γερμανία, στην Ιαπωνία και στο Χονγκ Κονγκ. Ωστόσο υπάρχει μια πληθώρα επιλογών για τους διάφορους επενδυτές και τις προτιμήσεις τους. Συγκεκριμένα η Αγορά Παραγώγων βρίσκεται λίγο πίσω στην Ελλάδα. Στο Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών αυτή τη στιγμή διαπραγματεύονται τις *συμφωνίες δικαιωμάτων προαίρεσης (Options)* και τα *Repos*. Επιπλέον λαμβάνουν χώρα οι *Ανταλλαγές (swaps)* και πιο συγκεκριμένα οι *ανταλλαγές επιτοκίων και νομισμάτων* καθώς και οι *προθεσμιακές καταθέσεις (Futures)*. Το Ελληνικό δημόσιο επίσης διαπραγματεύεται χρηματοοικονομικά εργαλεία. Αυτά τα εργαλεία είναι τα Έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού δημοσίου και τα ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου. Επίσης τα *A/K* που διαπραγματεύονται στην Ελλάδα είναι τα Ομολογιακά, τα Μετοχικά, τα Διαχείρισης Διαθεσίμων και τα Μικτά. Όσον αφορά τη χρήση τους, τα πιο διαδεδομένα είναι τα διαχείρισης διαθεσίμων (32,58%), τα μετοχικά λαμβάνουν 20,67%, τα ομολογιακά 18,18% και τα μικτά 10,86%.

Συνοψίζοντας η ζήτηση και η προσφορά χρηματοοικονομικών εργαλείων είναι τεράστια τη σημερινή εποχή. Πλέον υπάρχει μεγάλη ποικιλία εργαλείων για όλων

των ειδών τους επενδυτές, για αυτούς που επενδύουν βραχυπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα και για αυτούς που αναλαμβάνουν μεγάλο κίνδυνο ή και καθόλου. Ο ανταγωνισμός είναι πολύ έντονος οπότε και οι δημιουργοί αυτών των εργαλείων, προσπαθούν συνεχώς να δημιουργούν καινοτόμα εργαλεία έτσι ώστε να μπορούν να προσεγγίζουν περισσότερους επενδυτές. Σε αυτή την εργασία μελετήθηκαν τα Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα λιανικής τραπεζικής. Στην Ελλάδα δεν διαπραγματεύονται τόσο πολλά προϊόντα αλλά συνεχώς το σύστημα προχωρά και αυξάνεται ο αριθμός τους και στην Ελλάδα.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### **1. Χαρακτηριστικά του σύγχρονου τραπεζικού συστήματος**

Το τραπεζικό σύστημα θα μπορούσαμε να πούμε ότι αποτελεί το κυκλοφορικό σύστημα για έναν ανθρώπινο οργανισμό που μέσα από αυτό συντηρείται και αναπτύσσεται το σώμα. Στη προκειμένη περίπτωση ως σώμα μπορούμε να λάβουμε τον κόσμο που εξαρτάται από αυτό. Είναι απαραίτητο λοιπόν να υπάρχει μια υγιείς εθνική πολιτική, που να έχει ως στόχο από τη μία να διατηρεί τις υπάρχουσες δραστηριότητες και από την άλλη τη δημιουργία νέων με γνώμονα φυσικά τη κατανομή των εθνικών πόρων με δίκαιο και συνετό τρόπο και όχι υπέρ της μίας ή της άλλης πλευράς δηλαδή των τραπεζιτών και των καταναλωτών.

Το τραπεζικό σύστημα στην Ελλάδα συγκροτείται από ένα σύνολο εμπορικών και συνεταιριστικών τραπεζών καθώς επίσης και από ένα σύνολο φορέων διευρυμένης δραστηριότητας έτσι ώστε να ρυθμίζεται και να ελέγχεται το τραπεζικό δίκαιο σύμφωνα με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης όπου αυτό είναι απαραίτητο.

### **2. Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα**

Σύμφωνα με το καταστατικό<sup>4</sup> που έχει ορίσει η Ευρωπαϊκή Ένωση δημιουργήθηκε το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Σύμφωνα με το πρωτόκολλο το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών αποτελείται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και τις κεντρικές τράπεζες των κρατών μελών δηλαδή τις εθνικές

---

<sup>4</sup> Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας



κεντρικές τράπεζες. Ο βασικότερος στόχος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών είναι η διατήρηση της σταθερότητας των τιμών και να στηρίζει τις γενικές οικονομικές πολιτικές στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα προκειμένου να συμβάλει στην υλοποίηση των στόχων αυτής. Το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών ενεργεί σύμφωνα με την αρχή της οικονομίας της ανοιχτής αγοράς με ελεύθερο ανταγωνισμό, που ευνοεί την αποτελεσματική κατανομή των πόρων.

Αναλυτικότερα, τα βασικά καθήκοντα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών είναι:

1. να χαράζει και να εφαρμόζει τη νομισματική πολιτική της Κοινότητας,
2. να διενεργεί πράξεις συναλλάγματος σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 111 της παρούσας Συνθήκης,
3. να κατέχει και να διαχειρίζεται τα επίσημα συναλλαγματικά διαθέσιμα των κρατών μελών,
4. να προωθεί την ομαλή λειτουργία των συστημάτων πληρωμών.

Ο ρόλος της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας είναι συμβουλευτικός καθώς η γνώμη της ζητείται:

1. για κάθε προτεινόμενη κοινοτική πράξη που εμπίπτει στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της,
2. από τις εθνικές αρχές για κάθε σχέδιο νομοθετικής διάταξης που εμπίπτει στο πεδίο των αρμοδιοτήτων της, εντός όμως των ορίων και υπό τις προϋποθέσεις που ορίζει το Συμβούλιο με τη διαδικασία του άρθρου 42.

Γενικότερα, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μπορεί να διατυπώνει γνώμες<sup>5</sup> προς τα κατάλληλα κοινοτικά όργανα ή οργανισμούς ή τις εθνικές αρχές για θέματα του πεδίου των αρμοδιοτήτων της.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, με τη βοήθεια των εθνικών κεντρικών τραπεζών έχει τη δυνατότητα να συλλέγει τις αναγκαίες στατιστικές

---

<sup>5</sup> Άρθρο 3, 4, Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

πληροφορίες είτε από τις αρμόδιες εθνικές αρχές είτε απευθείας από τους οικονομικούς παράγοντες. Για το σκοπό αυτό, συνεργάζεται με τα κοινοτικά όργανα ή οργανισμούς και με τις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών ή τρίτων χωρών και με διεθνείς οργανισμούς.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός πως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα συντάσσει και δημοσιεύει εκθέσεις για τις δραστηριότητες του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών τουλάχιστον κάθε τρίμηνο ενώ το Διοικητικό Συμβούλιο αυτής, έχει αποκλειστικό δικαίωμα να επιτρέπει την έκδοση τραπεζογραμμάτων μέσα στην Κοινότητα (μοναδικό νόμιμο χρήμα) με απόλυτο όμως σεβασμό στις υπάρχουσες πρακτικές σχετικά με την έκδοση και την όψη των τραπεζογραμμάτων.

Όσον αφορά τη διεθνή συνεργασία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, αυτή αποφασίζει τον τρόπο εκπροσώπησης του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών ενώ με την έγκριση της οι εθνικές κεντρικές τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να συμμετέχουν σε διεθνείς νομισματικούς οργανισμούς.

### **3. Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες/ Τράπεζα της Ελλάδος**

Οι Εθνικές Κεντρικές Τράπεζες<sup>6</sup> είναι οι τράπεζες των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης οι οποίες διέπονται από την εθνική νομοθεσία που σημειωτέων θα πρέπει να συμβαδίζει με αυτή του καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και είναι υποχρεωμένες να ενεργούν σύμφωνα με τις κατευθύνσεις που δίνει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Όσον αφορά το διοικητή της Εθνικής Τράπεζας, αυτός έχει ελάχιστη υποχρεωτική πενταετή θητεία από τη στιγμή που θα διοριστεί, αλλά μπορεί να απαλλαγεί νωρίτερα από τα καθήκοντα του αποκλειστικά και μόνο στην περίπτωση που αδυνατεί να τα εκπληρώσει ή έχει διαπράξει κάποιο βαρύ παράπτωμα.

Οι αρμοδιότητες των Εθνικών Κεντρικών Τραπεζών είναι πολλαπλές και είναι υποχρεωμένες να ασκούν ένα σύνολο αρμοδιοτήτων.

<sup>6</sup> Καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας

Πρέπει να:

1. Συγκροτούν το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών,
2. Συμμετέχουν κατ' αποκλειστικότητα στο κεφάλαιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας,
3. Εκδίδουν τραπεζογραμμάτια με εξουσιοδότηση Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας,
4. Ενεργούν σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και τις οδηγίες που τους απευθύνει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα,
5. Απαρτίζουν στο σύνολο των διοικητών τους το Διοικητικό Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας,
6. Βοηθούν στη συλλογή των αναγκαίων στατιστικών πληροφοριών από τις αρμόδιες εθνικές αρχές και τους οικονομικούς παράγοντες κάθε χώρας προκειμένου να εκπληρωθούν τα καθήκοντα του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών,
7. Διενεργούν πιστοληπτικές εργασίες με πιστωτικά ιδρύματα και άλλους φορείς της αγοράς στο πλαίσιο που ορίζει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.

Επίσης μπορούν να:

1. Συμμετέχουν στους διεθνείς νομισματικούς οργανισμούς κατόπιν εγκρίσεως από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα.
2. Ανοίγουν λογαριασμούς υπέρ πιστωτικών ιδρυμάτων - δημοσίων φορέων για να δέχονται περιουσιακά στοιχεία υπό μορφή λογιστικής εγγραφής ως ασφάλεια,
3. Να συναλλάσσονται στις χρηματαγορές με αντικείμενα απαιτήσεις, διαπραγματεύσιμους τίτλους, εκφρασμένους σε οποιοδήποτε νόμισμα.

Στη χώρα μας η Εθνική Κεντρική Τράπεζα είναι η Τράπεζα της Ελλάδος<sup>7</sup> η οποία ιδρύθηκε το 1928 και από τότε μέχρι σήμερα έχει υποστεί διάφορες τροποποιήσεις με βασικότερες αυτές από το 1997 και έπειτα. Με τις τροποποιήσεις αυτές διαμορφώνεται ένα σύγχρονο πλαίσιο λειτουργίας της κεντρικής τράπεζας, το οποίο είναι σύμφωνο με τις διατάξεις της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση καθώς και του Καταστατικού του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών. Το Καταστατικό, όπως ήδη ισχύει, ορίζει

---

<sup>7</sup> Ψυχομάνης, 2006, σελ 114- 117

ως πρωταρχικό σκοπό της Τράπεζας της Ελλάδος τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών, καθορίζει τις βασικές της αρμοδιότητες, κατοχυρώνει την ανεξαρτησία της και προσδιορίζει τις σχέσεις της με τη Βουλή και την Κυβέρνηση. Προβλέπει επίσης ότι, από της υποκαταστάσεως του ευρώ στο εθνικό νόμισμα, η Τράπεζα της Ελλάδος λειτουργεί ως αναπόσπαστο μέρος του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών τόσο κατά την επιδίωξη του πρωταρχικού της σκοπού όσο και ως προς σειρά βασικών αρμοδιοτήτων της, ενεργώντας σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Όργανα της Τράπεζας της Ελλάδος είναι:

- η γενική συνέλευση των μετόχων της,
- το γενικό συμβούλιο, το οποίο αποτελείται από τον διοικητή, δύο υποδιοικητές, τα υπόλοιπα μέλη του συμβουλίου νομισματικής πολιτικής και έξι συμβούλους.
- Το συμβούλιο νομισματικής πολιτικής,
- Τρεις ελεγκτές, οι οποίοι εκλέγονται από τις εκάστοτε γενικές συνελεύσεις.

## 4. Ελληνική Ένωση Τραπεζών

Η Ελληνική Ένωση Τραπεζών<sup>8</sup> ιδρύθηκε το 1928 σχεδόν ταυτόχρονα με την ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος, σε μια περίοδο ιδιαίτερα κρίσιμη για το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας. Η Ένωση ανέπτυξε από την αρχή της ίδρυσης της μια ιδιαίτερα σημαντική δραστηριότητα σε θεσμικό και οργανωτικό επίπεδο. Σημαντική ήταν η συμβολή της στη διαμόρφωση του νόμου 5076/31 που αφορούσε τη λειτουργία και την εποπτεία των τραπεζών καθώς επίσης συνέβαλε θετικά στη λύση πολλών και διαφόρων θεμάτων τραπεζικού και ευρύτερου οικονομικού τομέα. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η Ένωση βρισκόταν σε αδράνεια μετά την κήρυξη του πολέμου το 1940, ενώ επανιδρύθηκε ουσιαστικά το 1963 με συμβολαιογραφική πράξη. Από την

<sup>8</sup> Ψυχομάνης, 2006, σελ 7- 9

χρονιά εκείνη, η τότε Ένωση Ελληνικών Τραπεζών και νυν Ελληνική Ένωση Τραπεζών ανέπτυξε βαθμιαία μια πολύ ισχυρή δραστηριότητα. Στην ουσία αποτελεί τον φορέα εκπροσώπησης των ελληνικών και ξένων πιστωτικών ιδρυμάτων που λειτουργούν στην Ελλάδα. Η Ένωση έχει έδρα την Αθήνα και ιδρύθηκε με σκοπό την προαγωγή του ελληνικού τραπεζικού και φυσικά χρηματοπιστωτικού συστήματος καθώς επίσης και για να συμβάλει στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Έγινε μέλος της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Ομοσπονδίας, τον φορέα δηλαδή που εκπροσωπεί τα πιστωτικά ιδρύματα στην Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επίσης δημιούργησε το Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο (ΕΤΙ), τον φορέα που προσφέρει εκπαίδευση σε τραπεζικούς υπαλλήλους ενώ επιδόθηκε στην έκδοση βιβλίων που έχουν σχέση με τραπεζικά θέματα. Η Ελληνική Ένωση Τραπεζών οφείλει να διασφαλίζει και να εκπροσωπεί τα δικαιώματα των μελών της και να μεριμνά για το φιλικό διακανονισμό χωρίς δικαστική επίλυση των διαφωνιών μεταξύ των μελών και των ατόμων που συνεργάζονται με αυτές.

Σύμφωνα με το νέο καταστατικό<sup>9</sup> που υπογράφηκε τον Απρίλιο του 2005 η Ελληνική Ένωση Τραπεζών θέλοντας να επιδιώξει το σκοπό της επιδιώκει:

1. την ενημέρωση των μελών της σε θέματα που τα αφορούν,
2. την παρακολούθηση ζητημάτων συλλογικού ενδιαφέροντος και τη διαμόρφωση κοινών θέσεων των μελών της,
3. την εκπροσώπηση και προώθηση των θέσεων των μελών της τόσο στην Ελλάδα όσο και στην αλλοδαπή, είτε αυτοτελώς είτε σε συνεργασία με φορείς και ενώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα άλλων χωρών στο πλαίσιο διμερούς ή πολυμερούς συνεργασίας,
4. την παρακολούθηση των ρυθμιστικών διατάξεων που αφορούν τη λειτουργία του ελληνικού τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος, τη συνεργασία με την Πολιτεία και τις αρμόδιες αρχές για τη διαμόρφωση του σχετικού κανονιστικού πλαισίου και για την ορθή προσαρμογή του προς τις ρυθμιστικές διατάξεις που απορρέουν κατ' εφαρμογή του ευρωπαϊκού και του διεθνούς δικαίου,
5. την προβολή στην κοινή γνώμη του ελληνικού τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος,

<sup>9</sup> Καταστατικό Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών, 2005

6. την ανάπτυξη διμερών και πολυμερών σχέσεων με άλλες εγχώριες ενώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα και με ενώσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα άλλων χωρών,
7. την προαγωγή, μέσω ερευνητικών προγραμμάτων, της έρευνας σε θέματα που αφορούν το ελληνικό τραπεζικό και εν γένει χρηματοπιστωτικό σύστημα,
8. την προώθηση των απαραίτητων μέτρων για τη βελτίωση της παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας του ελληνικού τραπεζικού και εν γένει χρηματοπιστωτικού συστήματος,
9. την προώθηση ενεργειών για την ίδρυση διατραπεζικών οργάνων ή άλλων νομικών προσώπων, με αντικείμενο την άσκηση από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα κοινής δραστηριότητας, και το φιλικό διακανονισμό και την εξωδικαστική επίλυση διαφορών μεταξύ των μελών της και των προσώπων που συναλλάσσονται με αυτά, καθώς και την εξασφάλιση της αποτελεσματικής διοίκησης των εν λόγω οργάνων ή νομικών προσώπων,
10. την ανάπτυξη εκπαιδευτικής δραστηριότητας με την παροχή υπηρεσιών επαγγελματικής κατάρτισης, επιμόρφωσης και εκπαίδευσης στο προσωπικό των μελών της και σε τρίτους, κυρίως αναφορικά με τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Τέλος η Ένωση οφείλει να μεριμνά για την ενημέρωση των μελών της σε θέματα που έχουν σχέση με το κοινωνικό υπόβαθρο, εργασιακού χαρακτήρα καθώς και θεμάτων διαχείρισης ανθρωπίνου δυναμικού. Απώτερος στόχος της Ένωσης είναι ο εκσυγχρονισμός των τραπεζών μελών της και φυσικά η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα.

## **5. Εμπορικές Τράπεζες**

Η ιστορία του τραπεζικού συστήματος πέρασε από μια σειρά εξελικτικών φάσεων μεταξύ των οποίων είχαμε συγχωνεύσεις, εξαγορές τραπεζικών

ιδρυμάτων έως ότου να φτάσουμε στο σύνολο των τραπεζών όπως είναι σήμερα.

Η μεγαλύτερες τράπεζες σήμερα είναι 20:

1. ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΕΤΕ)
2. ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
3. ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΑΤΕ)
4. ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦΓ EUROBANK ERGASIAS
5. MARFIN EGNATIA BANK
6. ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
7. ALPHA BANK
8. ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ/ Hellenic Postbank
9. CITIBANK INTERNATIONAL
10. ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ
11. ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
12. HSBC BANK
13. ΤΡΑΠΕΖΑ MILLENNIUM BANK
14. ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ
15. ASPIS BANK
16. ΤΡΑΠΕΖΑ PROBANK
17. PROTON ΤΡΑΠΕΖΑ
18. FIRST BUSINESS BANK (FBB)
19. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ
20. ΠΑΝΕΛΛΗΝΙΑ ΤΡΑΠΕΖΑ

## **6. Εμπορικές τράπεζες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα**

### **Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος**

Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ιδρύθηκε το 1841 και είχε το εκδοτικό προνόμιο έως και το 1928. Αποτελεί ένα πολύ ισχυρό όμιλο εντός Ελλάδος αλλά και σε όλη την νοτιοανατολική Ευρώπη αλλά και ανατολική Μεσόγειο. Εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1880 και από το 1999 στο

Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Ο όμιλος της Εθνικής Τράπεζας προσφέρει μία ευρεία γκάμα χρηματοοικονομικών και τραπεζικών προϊόντων από ένα δίκτυο που καλύπτει ολόκληρη τη γεωγραφική έκταση της χώρας μας. Σημαντικές χρονολογίες για την δημιουργία του μεγάλου αυτού τραπεζικού Ομίλου ήταν το 1953 όταν η Τράπεζα συγχωνεύτηκε με την «Τράπεζα Αθηνών», που είχε ιδρυθεί το 1893. Το 1998, η Τράπεζα προέβη στη συγχώνευση με τη μέθοδο της απορρόφησης με την θυγατρική της «Εθνική Κτηματική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε.», η οποία είχε προέλθει από τη συγχώνευση δύο πρώην θυγατρικών εταιρειών, της «Εθνικής Κτηματικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε.» και της «Εθνικής Στεγαστικής Τράπεζας της Ελλάδος Α.Ε.». Στα τέλη του 2002, η Εθνική Τράπεζα προχώρησε στη συγχώνευση με την θυγατρική της "Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως ΑΕ". Στο πλαίσιο του στρατηγικού της προσανατολισμού στην αγορά της ΝΑ Ευρώπης, η Εθνική Τράπεζα εξαγόρασε το 2006 τη Finansbank στην Τουρκία και τη Vojvodjanska Banka στη Σερβία. Η ενδυνάμωση του Ομίλου πραγματοποιήθηκε και με μία σειρά άλλων εξαγορών το 2000 (United Bulgarian Bank στη Βουλγαρία ) και το 2003 (Banca Romaneasca στη Ρουμανία).

### **Εμπορική Τράπεζα**

Η Εμπορική Τράπεζα ιδρύθηκε το 1907 και αποτελεί έναν ισχυρό όμιλο έπειτα από την εξαγορά της από την Γαλλική Crédit Agricole η οποία το 2000 απέκτησε το 6,7% της τράπεζας. Το 2006 η Crédit Agricole υπέβαλε προσφορά για απόκτηση του συνολικού ποσοστού της τράπεζας αλλά κατάφερε να συγκεντρώσει περίπου το 72%. Η Εμπορική Τράπεζα δραστηριοποιείται σε αγορές εντός και εκτός Ελλάδας (Κύπρο, Ρουμανία, Βουλγαρία, Αλβανία, Λονδίνο) προσφέροντας με πληρότητα πληθώρα από τραπεζικά προϊόντα και υπηρεσίες. Μέσα από την ίδια την τράπεζα αλλά και από ένα σύνολο θυγατρικών εταιριών η Εμπορική Τράπεζα προσφέρει προϊόντα χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring), ασφάλειες, τραπεζοασφάλειες (bancassurance), διαχείριση διαθεσίμων θεσμικών επενδυτών (asset management), διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, διαχείριση χαρτοφυλακίου κινητών αξιών, ανάπτυξη



και διαχείριση ακινήτων. Η τράπεζα εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1909.

### **Αγροτική Τράπεζα**

Η Αγροτική Τράπεζα ιδρύεται το 1929 ως Μη Κερδοσκοπικός Οργανισμός κοινωφελούς χαρακτήρα, με κύριο σκοπό την αποκλειστική χρηματοδότηση με ευνοϊκούς όρους του αγροτικού τομέα και την ενίσχυση της αγροτικής ανάπτυξης. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι η τράπεζα το 1950 επεκτάθηκε και σε άλλους τομείς δραστηριότητας κάτι που πέτυχε με την ίδρυση διαφόρων εταιριών μεταποίησης αγροτικών προϊόντων και αξιοποίησης των πλουτοπαραγωγικών πόρων διαφόρων περιοχών της χώρας. Από το 1980 η Αγροτική Τράπεζα εμπλούτισε και αναβάθμισε τις δραστηριότητες της με την παροχή ενός ευρύτερου φάσματος χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών τόσο προς τα φυσικά πρόσωπα - πελάτες όσο και προς τις ατομικές και λοιπές επιχειρήσεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι η τράπεζα μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρία μόλις το 1991 ενώ το 2000 εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Η τράπεζα ενδυνάμωσε την παρουσία της στα βαλκάνια με την εξαγορά ποσοστού τραπεζών στη Σερβία (AIKBanka) και τη Ρουμανία (MINDBank). Η αγροτική τράπεζα θέλοντας να ισχυροποιήσει το όνομα της και να ακολουθήσει Ευρωπαϊκό προσανατολισμό μετονομάστηκε σε ATE bank ενώ ταυτόχρονα προσπαθεί να προσφέρει στην αγορά μία πλήρη γκάμα τραπεζικών και χρηματοοικονομικών προϊόντων.

### **Τράπεζα EFG EUROBANK Εργασίας**

Ο όμιλος Eurobank EFG ιδρύθηκε το 1990 με την αρχική επωνυμία «Ευρωεπενδυτική Τράπεζα» και με στόχο την παροχή κυρίως επενδυτικών υπηρεσιών. Ο όμιλος Eurobank EFG είναι ένας διεθνής τραπεζικός οργανισμός με σημαντική παρουσία στη περιοχή της νοτιοανατολικής και κεντρικής Ευρώπης. Δραστηριοποιείται δηλαδή στις χώρες Ελλάδα, Βουλγαρία, Ρουμανία Σερβία. Και από το 2006 στη Πολωνία, Τουρκία, Ουκρανία και Κύπρο. Η τράπεζα των περίπου 210.000 μετόχων ανήκει στον όμιλο EFG Bank European Financial Group που εδρεύει στην Ελβετία. Στην Ελλάδα, ο όμιλος Eurobank EFG έχει εδραιωθεί ιδιαίτερα σε πολλούς τομείς

όπως είναι η καταναλωτική πίστη, αμοιβαία κεφάλαια, η επενδυτική τραπεζική, οι χρηματιστηριακές εργασίες και οι ασφάλειες ζωής.

### **Marfin Egnatia Bank**

Η Marfin Egnatia Bank προήλθε από την Ένωση τριών σύγχρονων τραπεζών, της Εγνατίας, της Λαϊκής και της Marfin. Η τράπεζα είναι η θυγατρική στην Ελλάδα, της Marfin Popular Bank στην οποία ανήκει κατά 95%. Η μητρική Marfin Popular Bank έχει έδρα την Κύπρο και διαπραγματεύεται τις μετοχές της στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Κύπρου. Αναφερόμενοι στα γεγονότα σταθμούς των τριών αυτών τραπεζών, μπορούμε να σημειώσουμε ότι η κάθε μία τράπεζα ενδυναμώθηκε ξεχωριστά και εν τέλει με την ένωση αυτών δημιουργήθηκε ένας όμιλος ο οποίος διαθέτει εξελιγμένη τεχνολογική υποδομή και ένα διαρκώς αυξανόμενο δίκτυο καταστημάτων. Η τράπεζα προσφέρει ιδιαίτερα ανταγωνιστικά καινοτόμα προϊόντα και υπηρεσίες έτσι ώστε να καταστεί μία από τις πιο ενδυναμωμένες τράπεζες στον ελληνικό χώρο. Η ένωση των τριών τραπεζών ξεκινά όταν το 2006 η Λαϊκή τράπεζα που ιδρύθηκε το 1992 στην Αθήνα, και η Εγνατία Τράπεζα, η οποία ιδρύθηκε το 1991 με έδρα τη Θεσσαλονίκη συνάπτουν στρατηγική συμμαχία και εν τέλει τη συγκρότηση σε ένα όνομα, μία εταιρεία με την επωνυμία Marfin Egnatia Bank.

### **Τράπεζα Πειραιώς**

Η Τράπεζα Πειραιώς ιδρύθηκε το 1916 ώσπου το 1975 πέρασε υπό κρατικό έλεγχο ενώ ιδιωτικοποιήθηκε το 1991 έτσι ώστε να αναπτυχθεί και να φτάσει στη σημερινή της μορφή. Τον Ιούνιο του 2000 πραγματοποίησε την ενοποίηση των τραπεζικών δραστηριοτήτων της στην Ελλάδα, μέσω της απορρόφησης των εμπορικών Τραπεζών Μακεδονίας-Θράκης και Χίου, δημιουργώντας μία από τις τρεις μεγαλύτερες ιδιωτικές Τράπεζες στην Ελλάδα, ενώ το 2002 η τράπεζα απέκτησε τον έλεγχο της ETBA bank. Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς στο εξωτερικό εστιάζεται στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και Ανατολική Μεσόγειο ενώ έχει παρουσία στο Λονδίνο και τη Νέα Υόρκη. Επίσης δραστηριοποιείται στη Αλβανία, στη Ρουμανία, στη Βουλγαρία, στη Σερβία, στην Ουκρανία, στην Κύπρο και στην Αίγυπτο.

Βασικός στόχος της τράπεζας είναι η διεύρυνση των μεριδίων στην ελληνική αγορά και στις τραπεζικές αγορές του εξωτερικού, η βελτίωση της ποιότητας των προσφερόμενων υπηρεσιών και του επιπέδου εξυπηρέτησης των πελατών και η πρωτοπορία στη δημιουργία καινοτόμων προϊόντων.

### **Alpha Bank**

Η Alpha Bank ιδρύθηκε το 1879 και σήμερα αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες τράπεζες στην Ελλάδα. Ο όμιλος της τράπεζας έχει διεθνή παρουσία και ιδιαίτερα στη νοτιοανατολική Ευρώπη. Αναλυτικότερα, η τράπεζα έχει παρουσία στις χώρες: Κύπρο, Ρουμανία, Λονδίνο, Σερβία, Αλβανία, Jersey, Βουλγαρία, Π.Γ.Δ.Μ., Ουκρανία και στη Νέα Υόρκη. Στόχος τράπεζας είναι η ενίσχυση των εργασιών της Τραπεζής στους τομείς της λιανικής τραπεζικής στην Ελλάδα και η περαιτέρω ανάπτυξη στη νοτιοανατολική Ευρώπη.

### **Hellenic Postbank/ Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο**

Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο ιδρύθηκε το 1900 με βασικό μέτοχο το ελληνικό δημόσιο. Αρχικά το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο κατάφερε να συγκεντρώσει τις αποταμιεύσεις των Ελλήνων και να συμβάλει στην ανάπτυξη της χώρας ιδιαίτερα στις δύσκολες ιστορικές στιγμές. Χαρακτηριστική χρονολογία ήταν όταν το 1938 κατάφερε να αποκομίσει το μεγαλύτερο χρηματικό ποσό σε καταθέσεις της εποχής (2,6 δισ. δραχμές). Η ανάπτυξη του ουσιαστικά επέρχεται μετά το 2002 όταν μετατρέπεται σε ανώνυμη τραπεζική εταιρεία, εισάγεται στο χρηματιστήριο Αθηνών (Μάιος 2006) και αλλάζει την επωνυμία σε Hellenic Postbank με ταυτόχρονη διεύρυνση των προσφερόμενων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

### **Citibank**

Η τράπεζα ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1964 ανοίγοντας το πρώτο κατάστημα στο Σύνταγμα, με βασικές δραστηριότητες στη ναυτιλία, τις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές. Αποτελεί την μεγαλύτερη ξένη τράπεζα στη χώρα μας.

## **Τράπεζα Κύπρου**

Η Τράπεζα ιδρύθηκε το 1899 στη Κύπρο με την επωνυμία «Ταμιευτήριο η Λευκωσία» από προοδευτικούς πολίτες της Λευκωσίας. Η απόβαση της τράπεζας στην Ελλάδα έγινε το 1991 με το πρώτο κατάστημα στην Αθήνα. Το 2000 πραγματοποιήθηκε η εισαγωγή της τράπεζας στο χρηματιστήριο Αθηνών. Μέχρι σήμερα δραστηριοποιείται σε Κύπρο, Ελλάδα, Μεγάλη Βρετανία, Αυστραλία, Ρουμανία και πρόσφατα στη Ρωσία. Τέλος αποτελεί ένα συνεχώς αναπτυσσόμενο τραπεζικό όμιλο.

## **Γενική τράπεζα**

Η GENIKI Bank αποτελεί μέλος της SOCIETE GENERALE, και δραστηριοποιείται στη χώρα μας με μια σειρά από εταιρείες που ανήκουν στον όμιλο.

## **HSBC Bank**

Η τράπεζα λειτουργεί στην Ελλάδα από το 1981 και εξειδικεύεται στην παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Ο Όμιλος HSBC διαθέτει γραφεία σε 83 χώρες που εκτείνονται στην Ευρώπη, την Ασιατική περιοχή του Ειρηνικού, την Βόρεια και Νότια Αμερική, τη Μέση Ανατολή και την Αφρική.

## **Millennium bank**

Η Τράπεζα ξεκίνησε τη λειτουργία της το Σεπτέμβριο του 2000 με την ονομασία Nova Bank. Από το 2005 η τράπεζα αναπτύσσεται κερδοφόρα καθώς έχει εισαχθεί κάτω από την ομπρέλα του ομίλου Millennium.

## **Τράπεζα Αττικής**

Ιδρύθηκε το 1925 και σήμερα αποτελεί έναν αναπτυσσόμενο δυναμικό χρηματοοικονομικό οργανισμό στην Ελλάδα. Οι βασικοί μέτοχοι της τράπεζας είναι το Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών – Εργοληπτών – Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ), το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων.

### **Aspis Bank**

Η ASPIS BANK, ιδρύθηκε το 1992 με το διακριτικό τίτλο ΑΣΠΙΣ ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. και αποτέλεσε την πρώτη ιδιωτική στεγαστική Τράπεζα στην Ελλάδα. Βασικός μέτοχος είναι ο Όμιλος Εταιρειών ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ Α.Ε.Γ.Α..

### **Proton Bank**

Ιδρύθηκε το Σεπτέμβριο 2001 και σε περίπου έξι μήνες ξεκίνησε επίσημα τις εργασίες με γνώμονα την παροχή εξειδικευμένων υπηρεσιών επενδυτικής τραπεζικής.

### **Πανελλήνια Τράπεζα**

Η Πανελλήνια Τράπεζα ιδρύθηκε τον Απρίλιο του 2001. Μέτοχοι και μέλη της τράπεζας είναι οι συνεταιριστικές τράπεζες Αχαΐας, Δράμας, Δωδεκανήσου, Έβρου, Ευβοίας, Καρδίτσας, Κοζάνης, Κορινθίας, Λαμίας, Λέσβου-Λήμνου, Παγκρήτια, Περίας, Θεσσαλίας, Χανίων, Ιωαννίνων, Σερρών. Ο λόγος που δημιουργήθηκε η Πανελλήνια Τράπεζα είναι διότι οι συνεταιριστικές πρέπει να αναπτυχθούν σε ένα ιδιαίτερα ανταγωνιστικό περιβάλλον.

## **7. Στόχοι εμπορικών τραπεζών**

Οι τράπεζες στο σύνολο τους έχουν θεσπίσει μία σειρά στόχων<sup>10</sup> διαγράφοντας έτσι την πορεία της στρατηγικής τους. Οι στόχοι των τραπεζικών ιδρυμάτων διαφοροποιούνται στη σειρά προτεραιότητας, καθώς οι λεγόμενοι μεγάλοι τραπεζικοί οίκοι έχουν βλέψεις για περαιτέρω ανάπτυξη της ισχύουσας δραστηριότητας τους, ενώ οι μικρότεροι όμιλοι εντείνουν τις προσπάθειες τους για να εδραιωθούν και να αναπτυχθούν κυρίως στην εγχώρια αγορά. Βασικός στόχος των τραπεζών είναι η αξιοπιστία, η συνέπεια, η ταχύτατη εξυπηρέτηση και φυσικά η παροχή προϊόντων και υπηρεσιών υψηλού επιπέδου με ποιότητα. Γενικότερα διαπιστώνουμε ότι κύριος στόχος

---

<sup>10</sup> Αλεξιάκης-Πετράκης, σελ 42

των τραπεζών είναι η ανάπτυξη της λιανικής τραπεζικής και ιδιαίτερα η χρηματοδότηση των ιδιωτών και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Πολλοί τραπεζικοί όμιλοι αποσκοπούν στη χρηματοδότηση ενός ιδιαίτερα αναπτυσσόμενου κλάδου στην Ελλάδα, τη ναυτιλία, κλάδος που αυξάνει την παραγωγικότητα του με ιδιαίτερα γρήγορους ρυθμούς. Όλοι οι τραπεζικοί οργανισμοί επενδύουν στην ανάπτυξη και την εκπαίδευση των ανθρωπίνων πόρων τους, καθώς το έμπυχο δυναμικό αυτών είναι ο κύριος μοχλός της επιτυχίας. Όσον αφορά τους μεγάλους τραπεζικούς ομίλους, έχουν βλέψεις ανάπτυξης σε διεθνή επίπεδα και ιδιαίτερα εντός Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ενδιαφέρονται δηλαδή για ανάπτυξη γεωγραφικά στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και ιδιαίτερα στα νέα μέλη της Ένωσης, χώρες όπου τα περιθώρια ανάπτυξης της τραπεζικής είναι τεράστια. Συνοψίζοντας τους βασικότερους στόχους των τραπεζών μπορούμε να πούμε ότι οι τράπεζες φροντίζουν να δίνουν έμφαση σε τομείς υψηλής ανάπτυξης και κερδοφορίας, να παρέχουν υπηρεσίες ποιοτικά αναβαθμισμένες, να προσφέρουν προϊόντα με γνώμονα την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη και τέλος να εξελίσσονται τεχνολογικά, ιδιαίτερα σε θέματα ασφάλειας και αξιοπιστίας.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Από Βιβλία

- «Οι Τράπεζες και η Εποπτεία τους», Σπύρος Δ. Ψυχομάνης, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 2006
- «Τραπεζικές Εργασίες», Γιάννης Κ. Χολέβας, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2005
- «Χρήμα - Τράπεζες και Χρηματοπιστωτική Πολιτική», Δημήτριος Θ. Πατρινός, Εκδόσεις Παπαζήση
- «Εμπορικές και Αναπτυξιακές Τράπεζες», Π. Αλεξάκης – Π. Πετράκης, Εκδόσεις Παπαζήση
- «Χρηματιστηριακές Επενδύσεις», Θ. Ε. Θεοδωρόπουλος, Α. Σταμούλης
- «Χρήμα - Πίστη - Τράπεζες», Δ. Ζαχαριάδη – Σούρα, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλη, Αθήνα 2002
- «Χρήμα - Πίστη - Τράπεζες», Δρ. Π.Α. Κιόχος - Δρ. Γ.Δ. Παπανικολάου, Β' Έκδοση, Εκδόσεις Ελληνικά Γράμματα, Αθήνα 1999
- «Διαχείριση Χαρτοφυλακίων & Χρηματοοικονομικών Κινδύνων», Δρ. Π.Α. Κιόχος - Δρ. Γ.Δ. Παπανικολάου, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα 2003
- «Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων», Δρ. Π. Κιόχος - Δρ. Γ. Παπανικολάου – Δρ. Γ. Θάνος, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα 2002
- «Αγορές Χρήματος & Κεφαλαίου», Σπύρος Ι. Σπύρου, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 2003
- «Τραπεζικές Εργασίες», Γιάννης Χολέβας, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 1995
- «Στρατηγικό Τραπεζικό Μάρκετινγκ», Δρ. Κων/νος Λυμπερόπουλος, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 1994

## Από το διαδίκτυο

- <http://www.citibank.com/greece/consumer/profile.htm>
- <http://www.fbbank.gr/34/article/greek/34/35/index.htm>
- <http://www.geniki.gr/>
- <http://www.hellenicbank.gr/insidehellenic/history.asp>
- <http://www.hsbc.gr/gr/about/>
- [http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_mc2\\_100044\\_24/02/2006\\_146684](http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_mc2_100044_24/02/2006_146684)
- <http://www.marfinegnatiabank.gr/MarfinEgnatia/Gr/Docs/Trapeza/GegonotaEgnatia.aspx>
- <http://www.marfinegnatiabank.gr/MarfinEgnatia/Gr/Docs/Trapeza/GegonotaLaiki.aspx>
- [http://www.millenniumbank.gr/MillenniumVB/MillenniumGR/LeftMenu1\\_GR/TheBank\\_GR/BankProfile\\_GR/](http://www.millenniumbank.gr/MillenniumVB/MillenniumGR/LeftMenu1_GR/TheBank_GR/BankProfile_GR/)
- [http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c0/04\\_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jXIFNnSzcPlwN3fx8XAYmFVwtXXycfQ4NQE\\_3g1Bz9gmxHRQD4O9ql/](http://www.nbg.gr/wps/portal!/ut/p/c0/04_SB8K8xLLM9MSSzPy8xBz9CP0os3jXIFNnSzcPlwN3fx8XAYmFVwtXXycfQ4NQE_3g1Bz9gmxHRQD4O9ql/)
- <https://www.probank.gr/index.php>
- <https://www.proton.gr/index/group/INVESTMENT/index.php?sid=4374e45a72510b28ba222368293bfaeb>
- <http://ttbank.gr/default.asp?siteID=1&pageid=80&langid=1>
- [http://www.panelliniabank.gr/gr/index\\_gr.htm](http://www.panelliniabank.gr/gr/index_gr.htm)
- <http://www.bankofcyprus.gr/main.asp?id=1872>
- [http://www.eamb.gr/text1/010\\_trapeziko.htm](http://www.eamb.gr/text1/010_trapeziko.htm)
- [http://www.emporiki.gr/cbg/gr/emporiki\\_group/group\\_story.jsp?docpath=/gr/Investor/static/landmarks&section=landmarks](http://www.emporiki.gr/cbg/gr/emporiki_group/group_story.jsp?docpath=/gr/Investor/static/landmarks&section=landmarks)
- [http://www.emporiki.gr/cbg/gr/emporiki\\_group/group\\_story.jsp?docpath=/gr/Investor/static/group\\_id&section=id](http://www.emporiki.gr/cbg/gr/emporiki_group/group_story.jsp?docpath=/gr/Investor/static/group_id&section=id)
- [http://www.intertrust.gr/public/thesmos/ak\\_out.asp](http://www.intertrust.gr/public/thesmos/ak_out.asp)
- [http://tovima.dolnet.gr/front\\_page.php?fyllo=12510&section=l](http://tovima.dolnet.gr/front_page.php?fyllo=12510&section=l)
- [http://tovima.dolnet.gr/print\\_article.php?e=B&f=12516&m=E10&aa=1](http://tovima.dolnet.gr/print_article.php?e=B&f=12516&m=E10&aa=1)
- <http://www.dart.gov.gr/?q=node/21>



- [tovima.dolnet.gr/print\\_article.php?e=B&f=12723&m=D04&aa=1](http://tovima.dolnet.gr/print_article.php?e=B&f=12723&m=D04&aa=1)
- [tovima.dolnet.gr/print\\_article.php?e=B&f=13372&m=D18&aa=1](http://tovima.dolnet.gr/print_article.php?e=B&f=13372&m=D18&aa=1)
- [news.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_economy\\_1\\_21/05/2005\\_144367](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economy_1_21/05/2005_144367)
- [news.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_economyepix\\_1\\_05/01/2007\\_21106](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_economyepix_1_05/01/2007_21106)
- [www.parliament.gr/kouselas/apopseis/apopseis\\_docs/ONE.htm](http://www.parliament.gr/kouselas/apopseis/apopseis_docs/ONE.htm)
- [portal.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_mc2\\_100051\\_09/03/2006\\_147713](http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_mc2_100051_09/03/2006_147713)
- [www.iobe.gr/index.asp?a\\_id=170&news\\_id=288](http://www.iobe.gr/index.asp?a_id=170&news_id=288)
- <http://www.dart.gov.gr/?q=node/21>