

ΚΑΙΝΟΤΟΜΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΠΑΡΑΓΩΓΩΝ.

Ελένη Θάνου

Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο

Ολυμπία Αγοράστη

ΤΕΙ Λάρισας

Abstract

Η μελέτη επικεντρώνεται σε καινοτόμα παράγωγα προϊόντα, τόσο σε εκείνα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές παραγώγων όσο και σε μη εισηγμένα (OTC) προϊόντα. Ενδεικτικά αναφέρονται εισηγμένες στρατηγικές Συμβολαίων Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ) και δικαιωμάτων προαίρεσης (options), κλασσικού τύπου συμβόλαια (ΣΜΕ και δικαιώματα) με καινοτόμες υποκείμενες αξίες, καθώς και OTC προϊόντα όπως caps, floors, swaptions and asset swaps. Θα αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά των προϊόντων αυτών, στα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους που ενέχουν για τους επενδυτές καθώς και στις σύγχρονες τάσεις που παρατηρούνται στην προσφορά, ζήτηση αλλά και «ρύθμιση» των νέων αυτών εργαλείων από τις εποπτικές αρχές.

Keywords: Χρηματιστήρια παραγώγων, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Στρατηγικές Δικαιωμάτων.

Εισαγωγή

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε καινοτόμα επενδυτικά προϊόντα που έχουν αναπτυχθεί και προσφέρονται στις οργανωμένες αγορές παραγώγων καθώς και στις over the counter αγορές.

A. Καινοτόμα προϊόντα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές παραγώγων, εξαιρουμένων των παραδοσιακών συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) και των δικαιωμάτων προαίρεσης (options) επί μετοχικών τίτλων, δεικτών, επιτοκίων και τιμών συναλλάγματος, τα οποία θεωρούνται «κλασσικά» παράγωγα και δεν μπορούν να χαρακτηριστούν σαν καινοτόμα. Στην ομάδα αυτή ανήκουν οι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση στρατηγικές παραγώγων, αλλά και συμβόλαια ΣΜΕ και δικαιώματα με καινοτόμες υποκείμενες αξίες. Τα προϊόντα αυτά δημιουργούνται κατά κανόνα από τα ίδια τα χρηματιστήρια παραγώγων και είναι απόρροια του γεγονότος ότι τα χρηματιστήρια είναι πλέον επιχειρήσεις με σκοπό όχι μόνο την εξυπηρέτηση των μελών τους και του επενδυτικού κοινού, αλλά και την διατήρηση και αύξηση της κερδοφορίας τους. Παράλληλα, στο παγκοσμιοποιημένο σημερινό περιβάλλον, αντιμετωπίζουν ανταγωνιστικές πιέσεις από άλλα χρηματιστήρια και μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς. Όλα σχεδόν τα χρηματιστήρια παραγώγων έχουν τμήματα έρευνας και ανάπτυξης καθώς και τμήματα μάρκετινγκ, όπως κάθε επιχείρηση, για να μπορούν να ανταποκρίνονται καλύτερα στις συνεχώς εξελισσόμενες ανάγκες των επενδυτών αλλά και στον ανταγωνισμό που αντιμετωπίζουν (Taylor, 2006; Hull, 2006; McMillan, 2002).

B. Καινοτόμα εργαλεία που αποτελούνται από συνδυασμό περισσότερων του ενός βασικών παραγώγων προϊόντων και τα χαρακτηριστικά τους – διάρκεια, προφίλ κινδύνου, κλπ δημιουργούνται έτσι ώστε να ανταποκρίνονται σε συγκεκριμένη κάθε φορά ανάγκη –επενδυτική ή κάλυψη κινδύνου– του εκάστοτε αντισυμβαλλόμενου – πελάτη της τράπεζας. Τα προϊόντα αυτά είναι συνήθως μεγάλης αξίας, απευθύνονται σε επαγγελματίες επενδυτές η διαχειριστές και περιγράφονται σε

πολύπλοκες συμβάσεις που κατά κανόνα ακολουθούν την τυποποίηση που προβλέπεται από την ISDA (International Swap Dealers Association)¹.

Στις επόμενες ενότητες θα αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά των προϊόντων αυτών, στα πλεονεκτήματα και τους κινδύνους που ενέχουν για τους επενδυτές καθώς και στις σύγχρονες τάσεις που παρατηρούνται στην προσφορά, ζήτηση αλλά και «ρύθμιση» των νέων αυτών εργαλείων από τις εποπτικές αρχές.

Προϊόντα εισηγμένα σε χρηματιστηριακές αγορές παραγώγων

Στην ενότητα αυτή θα παρουσιάσουμε τα κυριότερα καινοτόμα προϊόντα που προσφέρονται από τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια παραγώγων στον κόσμο.

EUREX.

Το EUREX, το γερμανικό χρηματιστήριο παραγώγων και το μεγαλύτερο στην Ευρώπη, έχει προχωρήσει τα τελευταία χρόνια στην εισαγωγή καινοτόμων προϊόντων που μπορούν να χωριστούν σε τρεις ομάδες:

- Παράγωγα μεταβλητότητας
- Παράγωγα πάνω σε ETF's
- Παράγωγα credit (credit derivatives)
- Παράγωγα πάνω στον ρυθμό πληθωρισμού της Ευρωζώνης .

Παράγωγα μεταβλητότητας (volatility derivatives)

Η δημιουργία συμβολαίων που στηρίζονται στη μεταβλητότητα συγκεκριμένων σημαντικών δεικτών (DAX®, STOXX®, SMI®) δίνει τη δυνατότητα στους συμμετέχοντες στην αγορά να διαπραγματευτούν τις διαφορές (Spread) στην μεταβλητότητα μεταξύ διαφορετικών δεικτών ή του ίδιου δείκτη διαχρονικά και επομένως να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες Arbitrage ή να καλύψουν θέσεις που συχνά προκύπτουν από τη δημιουργία σύνθετων προϊόντων πάνω στους δείκτες.

Τα προϊόντα αυτά, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης εν προκειμένω, απευθύνονται κυρίως σε επαγγελματίες διαπραγματευτές παραγώγων. Μέχρι το Σεπτέμβριο 2007, τα προϊόντα αυτά δεν έτυχαν ευρείας αποδοχής και οι όγκοι συναλλαγών είναι εξαιρετικά χαμηλοί.

Παράγωγα πάνω σε Exchange Traded Funds (ETF's)

Με την αλματώδη ανάπτυξη των ETF's, παρουσιάστηκε η ανάγκη για παράγωγα πάνω σε αυτή την κατηγορία επενδυτικού προϊόντος. Το EUREX προσφέρει συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και δικαιώματα (options) σε δύο κατηγορίες δημοφιλών ETF's, αυτά που ακολουθούν τους δείκτες DAX και EuroSTOXX 50. Η επιτυχία τους μέχρι στιγμής είναι μέτρια, όπως φαίνεται από τον σχετικά χαμηλό όγκο συναλλαγών και το μικρό αριθμό ανοικτών συμβολαίων.

Παράγωγα πάνω σε δείκτες.

Τα παράγωγα πάνω σε δείκτες δεν μπορούν να χαρακτηριστούν καινοτόμα, αλλά αξίζει να σημειωθεί η τεράστια ανάπτυξη και αποδοχή τους. Σήμερα στο EUREX διαπραγματεύονται πάνω από 50 Futures & options πάνω σε διαφορετικούς δείκτες, κλαδικούς ή γεωγραφικούς που καλύπτουν κάθε ανάγκη διαφοροποίησης ή αντιστάθμισης κινδύνου ιδιωτικών ή θεσμικών χαρτοφυλακίων. Τα συμβόλαια αυτά έχουν αρκετά σημαντική ρευστότητα και αποδοχή από τους επενδυτές.

Εισηγμένες στρατηγικές.

¹ www.isda.com

Επί πλέον, το EUREX προσφέρει στους διαπραγματευτές μία ξεχωριστή πλατφόρμα διαπραγμάτευσης στρατηγικών όπου οι συμμετέχοντες δημιουργούν οι ίδιοι και προβάλλουν στο σύστημα της αγοράς στρατηγικές που αποτελούνται από δύο μέχρι τέσσερα το πολύ δικαιώματα ή και στρατηγικές που αποτελούνται από συνδυασμό δικαιωμάτων και ΣΜΕ σε διάφορες υποκείμενες αξίες. Οι στρατηγικές που μπορούν να δημιουργηθούν και να τεθούν προς διαπραγμάτευση είναι προκαθορισμένης μορφής (Butterfly, Condor, Straddle) και διαγράφονται στο τέλος της ημέρας.

Παράγωγα πληθωρισμού

Τον Οκτώβριο του 2007 το Χρηματιστήριο ανακοίνωσε ότι από τον Ιανουάριο του 2008 θα εισάγει προς διαπραγμάτευση συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης πάνω στον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτού της Ευρωζώνης, (HICP) τα οποία αναμένονται με ιδιαίτερο ενδιαφέρον.²

LIFFE

Το χρηματιστήριο παραγώγων του Λονδίνου, το LIFFE, έχει επίσης εισάγει καινοτόμα προϊόντα, ομαδοποιημένα στην κατηγορία Swapnote® Futures & options, τα οποία συνδυάζουν χαρακτηριστικά OTC προϊόντων όπως τα SWAPS με τα πλεονεκτήματα της διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά.

3

Παρόμοια είναι η εικόνα και στα χρηματιστήρια παραγώγων των ΗΠΑ.

CME (Chicago Mercantile Exchange) .

Ένα κατ' εξοχήν καινοτόμο προϊόν που εισήχθη πρόσφατα στο CME είναι τα

Ethanol Basis Swaps,⁴ τα οποία στόχο έχουν να επιτρέψουν τη διαχείριση κινδύνου βάσης (Basis risk) μεταξύ κλασικών συμβολαίων πετρελαίου (Oil futures, Brent) και τελικού προϊόντος (βενζίνης).

CBOE (Chicago Board Options Exchange)

BMX ή S&P 500 Buy-Write INDEX

Το CBOE δημιούργησε το 2005 το συμβόλαιο BMX το οποίο ακολουθεί την τιμή που θα έπαιρνε μια στρατηγική αγοράς μιας μετοχής ή ενός καλαθιού μετοχών, εν προκειμένω των μετοχών του δείκτη S&P 500 με ταυτόχρονη πώληση δικαιωμάτων αγοράς στον δείκτη. Αυτή είναι μία γνωστή στρατηγική που μπορεί να ακολουθήσει κάποιος επενδυτής ώστε, εγγράφοντας προμήθειες από την πώληση των δικαιωμάτων, μειώνει τις απώλειές του σε περίπτωση πτωτικής αγοράς (όπου βεβαίως τα δικαιώματα αγοράς δεν θα εξασκηθούν) Αντίστροφα, η πώληση δικαιωμάτων αγοράς βάζει ένα όριο στα κέρδη σε ανοδική αγορά. Η προσφορά της στρατηγικής αυτής σε ένα συμβόλαιο την κάνει πιο προσιτή σε μεσαίους επενδυτές και μειώνει τα σχετικά κόστη συναλλαγής. Το καινοτόμο αυτό προϊόν έχει τύχει ευρείας αποδοχής από τους επαγγελματίες διαπραγματευτές και χρησιμοποιείται από τράπεζες και χρηματιστηριακούς οίκους σαν βάση για τη δημιουργία δομημένων προϊόντων που προσφέρονται στο επενδυτικό κοινό.

CBOT: (Chicago Board of Trade),

DJ AIG Excess Returns Futures Contract

² www.eurexchange.com

³ www.liffe.com

⁴ www.cme.com

Το συμβόλαιο αυτό παρακολουθεί το δείκτη DJ-AIG αγαθών, ο οποίος απαρτίζεται από τα σημαντικότερα συμβόλαια αγαθών του CBOΤ και έτσι προσφέρει ικανοποιητική διασπορά και μικρότερη μεταβλητότητα. Επένδυση σε αυτό το δείκτη ήταν εφικτή μόνο μέσω συμμετοχής στα επιμέρους συμβόλαια και προσφερόταν σαν OTC από επενδυτικούς οίκους, με σημαντικό κόστος, λόγω της ανάγκης να παρακολουθούνται οι διαφορετικές λήξεις των επί μέρους συμβολαίων. Το CBOΤ το προσφέρει από το 2006 με την μορφή Excess Return και εκκαθάριση με μετρητά, μειώνοντας το κόστος της συνθετικής δημιουργίας αυτού του χαρτοφυλακίου.⁵

Τα χρηματιστηριακά προϊόντα που προαναφέρθηκαν, αποτελούν τα «συστατικά» με τα οποία δημιουργούνται τα δομημένα καινοτόμα προϊόντα που προσφέρονται από τις τράπεζες στο επενδυτικό κοινό.

Διαπραγμάτευση σε εισηγμένες στρατηγικές δικαιωμάτων και ΣΜΕ

Οι στρατηγικές παραγώγων αποσκοπούν στη δημιουργία θέσεων με τα επιθυμητά χαρακτηριστικά κινδύνου-απόδοσης και μπορούν να «κατασκευαστούν» με την αγορά επιμέρους συμβολαίων και την ταυτόχρονη πώληση άλλων. Καταυτόν τον τρόπο ο επενδυτής ή κερδοσκόπος μπορεί να εκμεταλλευτεί με τον καλύτερο τρόπο τις αναμενόμενες μεταβολές στις υποκείμενες αξίες. Σε κάποιες περιπτώσεις αυξάνουν τη μόχλευση ενώ σε άλλες την μειώνουν, ενώ ορισμένες στρατηγικές είναι έτσι κατασκευασμένες ώστε η θέση να είναι ουδέτερη είτε σε αύξηση είτε σε μείωση της υποκείμενης αξίας και να εξαρτάται μόνο από τη μεταβλητότητα. Η δημιουργία αυτών των σύνθετων στρατηγικών απαιτεί όλα τα επί μέρους συμβόλαια που την απαρτίζουν να έχουν μεγάλη ρευστότητα καθώς κάτι τέτοιο είναι κρίσιμο για την επιτυχή δημιουργία μίας στρατηγικής. Σε αντίθετη περίπτωση, αν υπάρχει αδυναμία ή σημαντική καθυστέρηση ολοκλήρωσης της στρατηγικής, ο κίνδυνος που αναλαμβάνεται δεν είναι ο επιδιωκόμενος και μπορεί να έχει αρνητικές συνέπειες στη θέση και την κερδοφορία της. Η δημιουργία και εισαγωγή (listing) των πλέον διαδεδομένων από αυτές τις στρατηγικές από το ίδιο το χρηματιστήριο διευκολύνει τους διαπραγματευτές να επιτύχουν την επιθυμητή θέση με μικρότερο κίνδυνο και μικρότερο κόστος συναλλαγών. Πιο κάτω παραθέτουμε τις κυριότερες στρατηγικές παραγώγων:

Ημερολογιακά Ανοίγματα (calendar Spreads)

- Straddles (Ταυτόχρονη αγορά δικαιώματος αγοράς και δικαιώματος πώλησης στην ίδια σειρά).
- Strangles (Ταυτόχρονη αγορά δικαιώματος αγοράς και δικαιώματος πώλησης με ίδια ημερομηνία λήξης αλλά διαφορετική τιμή εξάσκησης)
- Butterflies -ουδέτερη συντηρητική στρατηγική που περιλαμβάνει συνδυασμό τεσσάρων δικαιωμάτων με τρεις διαφορετικές τιμές εξάσκησης.

Η διαπραγμάτευση «έτοιμων» συμβολαίων στρατηγικών επιτρέπει ταχύτερη εκτέλεση με μείωση κόστους. Επίσης προσφέρει διαφάνεια στον τελικό επενδυτή.⁶

Μη εισηγμένα καινοτόμα επενδυτικά προϊόντα (OTC structured products).

⁵ www.cbot.com

⁶ www.investopedia.com , www.businessdictionary.com

Τα μη εισηγμένα προϊόντα αυτής της κατηγορίας απευθύνονται σε επαγγελματίες αντισυμβαλλόμενους και όχι στο ευρύ κοινό. Οι ακριβείς όροι τους είναι συνήθως αποτέλεσμα διαπραγμάτευσης μεταξύ των αντισυμβαλλόμενων μερών και προορίζονται να καλύψουν συγκεκριμένες επενδυτικές ανάγκες ή την αντιστάθμιση συγκεκριμένων κινδύνων χαρτοφυλακίου επενδύσεων ή δανείων. Τα συμβόλαια παραγώγων που μπορούν να καταρτιστούν μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων μερών περιορίζονται μόνο από τη φαντασία των επαγγελματιών διαπραγματευτών, η οποία αποδεικνύεται αστείρευτη. Η ένωση των επαγγελματιών διαπραγματευτών ανταλλαγών (International Swap Dealers Association) έχει συμφωνήσει από χρόνια στους γενικούς όρους που πρέπει να διέπουν αυτά τα OTC συμβόλαια παραγώγων, διευκολύνοντας ⁷ καταυτόν τον τρόπο και τυποποιώντας στο μέτρο του δυνατού τις συναλλαγές αυτές. Έτσι, οι αντισυμβαλλόμενοι υπογράφουν αρχικά μία σύμβαση με τους γενικούς όρους (Master ISDA Agreement) και στη συνέχεια κάθε συγκεκριμένη συμφωνία που κλείνεται παίρνει τη μορφή παραρτήματος της αρχικής και περιλαμβάνει τους ειδικούς όρους (ημερομηνίες, νοητό κεφάλαιο (notional capital) και χρηματικές ροές με τις αντίστοιχες ημερομηνίες, καθώς και επιτόκια ή δείκτες αναφοράς.

Σαν καινοτόμοι τύποι OTC συμβολαίων παραγώγων θα αναφερθούν:

- Caps, Floors and Collars
- Swaptions
- Callable Asset Swaps

Caps, Floors and Collars

Η ομάδα αυτή παράγωγων προϊόντων συνδέεται με μία νοητή μακροπρόθεσμη ανταλλαγή επιτοκίων (interest rate or coupon swap) και χρησιμοποιούνται κυρίως για την διαχείριση του επιτοκιακού κινδύνου. Τα Caps/floors είναι χαρτοφυλάκια από δικαιώματα με ίδια τιμή εξάσκησης αλλά διαφορετικές ημερομηνίες, πάνω σε μία σειρά από μελλοντικά επιτόκια (Forward rates). Χαρακτηρίζονται σαν Caps αν λειτουργούν με τρόπο ώστε να επιτυγχάνουν για τον κάτοχό τους ένα ανώτατο όριο επιτοκίου (European Call options on the reference rate), ενώ λέγονται floors εάν παρέχουν ένα κατώτατο όριο (European put options on reference rate). Τα collars συνδυάζουν την αγορά cap και την πώληση floor σε μικρότερη τιμή με στόχο την μείωση του κόστους (Hull, 2006).

Swaptions

Είναι παράγωγα των οποίων η υποκείμενη αξία είναι μια σύμβαση ανταλλαγής επιτοκίων.

Swaption = Swap + Option

Τα swaptions δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχό τους να προχωρήσει σε σύμβαση ανταλλαγής επιτοκίων με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά και ειδικότερα συγκεκριμένο σταθερό επιτόκιο έναντι κυμαινόμενου επιτοκίου αναφοράς καθώς και συγκεκριμένη διάρκεια και συχνότητα πληρωμών.

Σύμφωνα με την ISDA, ο όγκος των πιο πάνω προϊόντων ήδη από το 2000 έφτανε τα 4,9 τρις Δολ. ΗΠΑ.

Callable Asset Swaps (Ανταλλαγές περιουσιακών στοιχείων με ενσωματωμένο δικαίωμα).

⁷ www.isda.com

Δίνουν το δικαίωμα στην πλευρά που πληρώνει σταθερό επιτόκιο να «βγεί» από τη συμφωνία. Αν το δικαίωμα επιτρέπει στο μέλος που δέχεται το σταθερό επιτόκιο να ακυρώσει, λέγονται Puttable swaps. Το βασικό τους χαρακτηριστικό είναι ότι κάνοντας μία συμφωνία αντί για δύο, (asset swap plus cap) συνεπάγεται ευελιξία και μικρότερο κόστος.

Πρόκειται για αμυντική στρατηγική, χρησιμοποιείται για κάλυψη θέσεων/κινδύνων από εκδότες ομολόγων, καθώς επίσης από διαχειριστές μακροπρόθεσμων κεφαλαίων για διασφάλιση ελάχιστης απόδοσης.

Καινοτόμα παράγωγα προϊόντα- Συμπεράσματα.

Τα καινοτόμα παράγωγα προϊόντα που περιγράφηκαν απευθύνονται κυρίως σε επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων, οικονομικούς διευθυντές εταιρειών, επαγγελματίες διαπραγματευτές καθώς και στελέχη που αναλαμβάνουν να «δημιουργήσουν» τα καινοτόμα επενδυτικά προϊόντα που απευθύνονται στο ευρύ κοινό.

Χρησιμεύουν είτε για την ενίσχυση/διασφάλιση των αποδόσεων των υπό διαχείριση κεφαλαίων (hedge funds), είτε για κάλυψη/αντιστάθμιση κινδύνων ή και για κερδοσκοπία και arbitrage.⁸

Χαρακτηρίζονται από πολυπλοκότητα (παράγωγα με υποκείμενο παράγωγα, στρατηγικές) και απαιτούν ειδικές γνώσεις και κατάλληλα συστήματα για την τιμολόγηση και διαπραγματεύσή τους.

Βιβλιογραφία

- Hull, John C. (2006), *Options, Futures and other Derivatives* Prentice Hall International Editions.
McMillan, Lawrence G. (2002), *Options as a strategic Investment*, 4th edition, N.Y. ,New York Institute of Finance.
Taylor, Fransesca (2006)*Mastering Derivatives Markets: A step-by-step guide to the products, applications and risks.* (3rd ed.) FT Press.

Πηγές στο διαδίκτυο.

- <http://structuredproductsonline.com>
<http://www.investopedia.com> - Incisive Media Investments Ltd.
<http://www.businessdictionary.com>
<http://www.investorguide.com>
<http://www.eurexchange.com>
<http://cme.com>
<http://morningstar.com>
www.athex.gr
www.nyse.com
www.lse.com
www.nasdaq.com
www.liffe.com
www.cbot.com

Η Παρούσα εργασία χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο ΕΠΕΑΕΚ ΙΙ - ΑΡΧΙΜΗΔΗΣ

⁸ Για τη χρήση παραγώγων από τους διαχειριστές κεφαλαίων βλ. Hirshey, M. Norfsinger, J. (2006).