

Χριστίνα Ι. Ταρνανίδου
Δικηγόρος, Δ.Ν.
Διεύθυνση Νομικών Υπηρεσιών
Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε.

ΝΟΜΙΚΑ ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΠΑΡΑΓΩΓΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ

1. Εισαγωγή

1.1. Τα ναυτιλιακά παράγωγα γενικά. Τα ναυτιλιακά παράγωγα (freight derivatives) αποτελούν ιδιαίτερη κατηγορία συμβάσεων παραγώγων που καταλαμβάνει ξεχωριστή θέση στις σύγχρονες ναυτιλιακές και χρηματοπιστωτικές αγορές. Κατά το δίκαιο ορίζονται σήμερα ως ειδική περίπτωση παραγώγων (άρθρο 5 περ. (ι) ν. 3606/2007), τα οποία μπορούν να καταστούν αντικείμενο συναλλαγών και εμπορίας τόσο σε ευρωπαϊκή όσο και σε ευρύτερη διεθνή βάση.

Κατά τη γενικότερη θεωρητική τους σύλληψη, πρόκειται για συμβάσεις που έχουν ως αντικείμενο ορισμένη «προθεσμιακή συμφωνία», κατά την οποία τα μέρη δεσμεύονται υπό ειδικούς όρους να προβούν σε ορισμένη συναλλαγή σε προκαθορισμένο χρόνο και σε προκαθορισμένη τιμή. Αναλόγως δε των όρων υπό τους οποίους και συνομολογείται κάθε φορά η προθεσμιακή συμφωνία, μπορεί αυτή να είναι οριστική, να περιλαμβάνει διαπλαστικές εξουσίες για την τελειώσή της, όπως συμφωνίες προαίρεσης, να έχει πρόσκαιρο ή διαρκή χαρακτήρα ή ακόμη να αποτελεί συνδυασμένη μορφή περισσότερων τέτοιων συμφωνιών¹.

Η προθεσμιακή αγορά ναυτιλιακών παραγώγων έχει διαμορφωθεί ως μέσο κάλυψης διαφόρων συναλλακτικών αναγκών σχετιζόμενων με τις τιμές των ναύλων (freight rates). Με αυτή την έννοια συνηθίζεται στην πράξη να λέγεται ότι τα ναυτιλιακά παράγωγα έχουν ως «υποκείμενο στοιχείο» (underlying asset) διάφορα μεγέθη που σχετίζονται με τις εν λόγω τιμές, ενώ η σχετική προθεσμιακή αγορά έχει ως «υποκείμενη αγορά» τη ναυλαγορά. Με βάση δε τον οικονομικό ορισμό των συμβάσεων παραγώγων, ως συμβάσεων «η αξία των οποίων εξαρτάται ή παράγεται -εξ ου και ο όρος «παράγωγα»- από την αξία του υποκείμενου στοιχείου»², τα ναυτιλιακά

¹ Βλ. Χριστίνα Ι. Ταρνανίδου, Συμβάσεις Παραγώγων του Χρηματοπιστωτικού Τομέα. Δογματική και Πρακτική Θεώρηση (2006), σ. 1.

² Βλ. Philip R. Wood, Title Finance, Derivatives, Securitisation, Set off and Netting (1995), σ. 207· στο Derivative Instruments (1993), Edward J. Swan (έκδ.), Swan, Competition for futures and Derivatives Markets: The Role of Regulation, σ. 94· στο Issues in Derivative Instruments (1999), Edward J. Swan (έκδ.), Swan-Cameron Mc Kenna, The Issue of Understanding Derivatives, σ. 3 και 4-16 (όπου και παρατίθενται γενικοί ορισμοί των παραγώγων κατά τη θεσμική τους περιγραφή από τα διάφορα δικαιικά συστήματα)· Simon James, The Law of Derivatives (1999), σ. 3-4· Alastair Hudson, The Law On Financial Derivatives (1998), σ. 9· Committee on Payment and Settlement Systems, A glossary of terms used in payment and settlement systems (2000) BIS, σ. 14· Schuler K. Henderson, Termination Netting of Derivatives: The Need for Certainty (1997), σ. 1· Richard Dale, Risk and Regulation in Global Securities Markets (1996), σ. 152-153· Θανάση Θ. Διακόπουλο, Αρχές και προοπτική του χρηματιστηριακού δικαίου, ΔΕΕ 3 (2000), σ. 240 επ., ιδίως σ. 242· Ιωάννη Α. Ζερβί, Εξωχρηματιστηριακές συμβάσεις παραγώγων (“OTC-Derivatives Contracts”) (1999), σ. 31· του ιδίου, Νομικά Ζητήματα της Εξωχρηματιστηριακής Αγοράς Παραγώγων, ΔΕΕ 8-9 (1998), σ.

παράγωγα είναι φανερό ότι εντάσσονται στην περίπτωση των παραγώγων, η αξία των οποίων εξαρτάται ή παράγεται από τις τιμές των ναύλων και τις διακυμάνσεις τους στο διεθνοποιημένο περιβάλλον των ναυτιλιακών αγορών.

1.2. Η ναυλαγορά ως υποκείμενη αγορά των ναυτιλιακών παραγώγων. Η ναυλαγορά αποτελεί, όπως ειπώθηκε, την υποκείμενη αγορά των ναυτιλιακών παραγώγων. Πρόκειται για την αγορά, στην οποία καταρτίζονται οι συμφωνίες ναύλωσης, τα λεγόμενα ναυλοσύμφωνα, ήτοι οι συμφωνίες εκμετάλλευσης πλοίων (κατά κυριολεξία ναύλωση) και θαλάσσιας μεταφοράς³, έναντι ανταλλάγματος, του ναύλου, κατά τυποποιημένο ή μη τρόπο βάσει των ειδικότερων αναγκών που καλούνται κάθε φορά να καλύψουν.

Ως προθεσμιακή αγορά σε σχέση με τις τιμές των ναύλων, η αγορά παραγώγων μπορεί να αφορά διάφορες περιπτώσεις ναυλοσυμφώνου. Βασικές διακρίσεις είναι η ναύλωση πλανώμενων πλοίων (tramps) ή δρομολογημένων πλοίων ή πλοίων γραμμής (linear), ανάλογα με το αν αντικείμενο της σύμβασης είναι η ναύλωση ολόκληρου του πλοίου ή η μεταφορά πραγμάτων⁴, η ναύλωση γυμνού σκάφους (bare-boat charter ή charter by demise)⁵, η ναύλωση κατά χρόνο (time charter)⁶ ή η ναύλωση κατά ταξίδι ή κατά πλουν (voyage charter)⁷, ανάλογα με το είδος και την έκταση των εξουσιών που παραχωρούνται από τον εκναυλωτή στο ναυλωτή σχετικά με το πλοίο⁸, ή, κατά τα παραδείγματα της πράξης, η ναύλωση υγρού ή ξηρού φορτίου (wet or dry cargo), ανάλογα με το αν το φορτίο είναι για παράδειγμα ακατέργαστο ή επεξεργασμένο πετρέλαιο ή οτιδήποτε άλλο πέραν αυτού (όπως σιτηρά, γεωργικά ή βιομηχανικά προϊόντα κλπ.).

Περαιτέρω, για τη διαμόρφωση αγοράς παραγώγων λαμβάνονται υπόψη οι ναυλαγορές άλλοτε ως χρηματιστηριακές και άλλοτε ως εξωχρηματιστηριακές αγορές. Εξωχρηματιστηριακές είναι εκείνες, στις οποίες οι τιμές των ναύλων δεν αποτελούν συνέπεια της αλληλεπίδρασης περισσότερων συμφερόντων συναλλαγής, κατά το παράδειγμα των χρηματιστηριακών αγορών, αλλά απορρέουν από κατ' ιδίαν συμφωνίες ναύλωσης που καταρτίζονται μεταξύ των πλοιοκτητών, ως εκναυλωτών

779. Δημ. Μιχ. Γεωργόπουλο, Πτυχές του νομικού πλαισίου των παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, ΕΤρΑξΧρΔ (1996), σ. 607 επ., ιδίως σ. 608.

³ Για τον ορισμό της σύμβασης ναύλωσης εν ευρεία έννοια, ο οποίος περιλαμβάνει τη σύμβαση ναύλωσης κατά κυριολεξία, ήτοι την εκμετάλλευση του πλοίου με την έννοια της παραχώρησης έναντι ανταλλάγματος των χώρων του πλοίου για τη διενέργεια θαλάσσιας μεταφοράς πραγμάτων, ως και τη σύμβαση θαλάσσιας μεταφοράς πραγμάτων και τη σύμβαση μεταφοράς επιβάτη, βλ. Αλίκη Κιάντου-Παμπούκη, *Ναυτικό Δίκαιο*, 2006, τομ. Ι, σ. 360 επ. και τομ. ΙΙ, σ. 2-3.

⁴ της ιδίας, ό.π., τομ. ΙΙ, σ. 16.

⁵ Πρόκειται για τη σύμβαση με την οποία ο εκναυλωτής θέτει έναντι ανταλλάγματος στη διάθεση του ναυλωτή, για ορισμένο χρονικό διάστημα, πλοίο χωρίς ή με ατελή εξοπλισμό και επάνδρωση. Βλ. σχετικά Κιάντου-Παμπούκη, ό.π., τομ. ΙΙ, σ. 20-27. Ναυλοσύμφωνα γυμνού σκάφους απαντώνται συνήθως στο εμπόριο πετρελαιοειδών με δεξαμενόπλοια. Βλ. *Baltic Code*, σ. 13.

⁶ Πρόκειται για τη σύμβαση με την οποία ο κύριος του πλοίου – εκναυλωτής (χρονοναυλωτής) θέτει στη διάθεση του ναυλωτή (χρονοναυλωτή), έναντι ανταλλάγματος και για ορισμένο χρόνο, πλοίο με τις υπηρεσίες του πλοιάρχου ή του πληρώματος, προκειμένου ο τελευταίος να το χρησιμοποιεί για τη μεταφορά πραγμάτων ή προσώπων. Βλ. σχετικά Κιάντου-Παμπούκη, τομ. ΙΙ, ό.π., σ. 29. Βλ. επίσης στο «*The Baltic Code 2003. Guidance for brokers in the Baltic Exchange Market.*», σ. 12 στην ιστοσελίδα <http://www.balticexchange.com/media/pdf/CODE2003.pdf>.

Baltic Code, σ. 12.

⁷ Πρόκειται για τη σύμβαση με την οποία ο εκναυλωτής αναλαμβάνει έναντι ανταλλάγματος μεταφορές πραγμάτων τρίτων για ένα ή περισσότερα ταξίδια. Βλ. σχετικά Κιάντου-Παμπούκη, τομ. ΙΙ, ό.π., 38-48, *Baltic Code*, σ. 19-22. Στη ναύλωση κατά ταξίδι ο ναύλος υπολογίζεται συνήθως με την ποσότητα των μεταφερόμενων πραγμάτων και συγκεκριμένα ως τιμή ανά μετρικό τόνο (mt) ή κατ' αποκοπήν (lump sum payment), *Baltic Code*, σ. 12.

⁸ Κιάντου-Παμπούκη, ό.π., τομ. Ι, σ. 360-363 και τομ. ΙΙ, σ. 21 επ.

των πλοίων, και των ναυλωτών, είτε απευθείας είτε με τη μεσολάβηση ειδικών επαγγελματιών (ναυλομεσίτες). Χαρακτηριστικό παράδειγμα χρηματιστηριακής ναυτιλιακής αγοράς είναι αυτή του Χρηματιστηρίου «Baltic Exchange» του Λονδίνου⁹. Το Baltic Exchange αποτελεί μία από τις παλαιότερες και πιο αναπτυγμένες ναυτιλιακές αγορές, ήδη από το 1744 όταν πρωτοξεκίνησε τη λειτουργία του στο City του Λονδίνου ως καφενείο των εμπορών της ναυτιλίας¹⁰. Όπως διαγράφεται από τους κανόνες λειτουργίας του, το Baltic Exchange έχει ως σκοπό την οργάνωση ναυλαγορών, αγορών εμπορίας πλοίων ως και αγορών συσκευασμένων προϊόντων που διακινούνται μέσω θαλάσσιων μεταφορών¹¹.

Ιδιαίτερα σημαντική αγορά στον τομέα της ναυτιλίας, η οποία αναπτύσσεται σε μεγάλο βαθμό χρηματιστηριακά, είναι η ναυλαγορά δεξαμενόπλοιων (tanker)¹². Οι εταιρίες πετρελαίου χρησιμοποιούν πλοία για να καλύψουν τις μεταφορικές τους ανάγκες, άλλοτε ενεργώντας ως πλοιοκτήτες και άλλοτε ως ναυλωτές. Πρόκειται για αγορά με ιδιαίτερα έντονες διακυμάνσεις στις τιμές των ναύλων, γεγονός το οποίο αφήνει τεράστια περιθώρια κέρδους ή ζημίας στους συμμετέχοντες, πλοιοκτήτες-εκναυλωτές και ναυλωτές. Στη ναυλαγορά δεξαμενόπλοιων οι συναλλαγές διενεργούνται με βάση τις δημοσιευμένες τιμές του δείκτη «New World-wide Tanker Nominal Freight Scale», γνωστού ως Worldscale που εκδίδεται από τους ομώνυμους οργανισμούς «Worldscale Associations»¹³. Οι εν λόγω οργανισμοί εκδίδουν ετήσιες επικαιροποιημένες κλίμακες τιμών ναύλων στην αρχή εκάστου έτους (1 Ιανουαρίου) για όλες τις περιπτώσεις διαδρομών δεξαμενόπλοιων. Ο δείκτης Worldscale συνιστά λοιπόν διεθνώς καθιερωμένη μονάδα μέτρησης των διακυμάνσεων τιμών στη ναυλαγορά δεξαμενόπλοιων. Για τον καθορισμό των τιμών λαμβάνονται υπόψη συγκεκριμένες τυποποιημένες μορφές σκάφους που προσδιορίζονται ρητά σε ειδικά παραρτήματα των εν λόγω δημοσιευμάτων. Τα επίπεδα δε τιμών στη σχετική ναυλαγορά εκφράζονται ως ποσοστό επί της εκάστοτε δημοσιευμένης ονομαστικής τιμής ναύλου για τη διαδρομή στην οποία αφορούν κάθε φορά¹⁴. Ως εκ των παραπάνω χαρακτηριστικών της, η ναυλαγορά δεξαμενόπλοιων αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες υποκείμενες αγορές ναυτιλιακών παραγωγών.

1.3. Παράγοντες διαμόρφωσης των τιμών στις ναυλαγορές. Η διαμόρφωση των τιμών στις ναυλαγορές εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Η οικονομική επιστήμη¹⁵ καταγράφει ως σημαντικότερους το βαθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας

⁹ Για τα θέματα λειτουργίας του Baltic Exchange βλέπε σχετικά The Baltic Code 2003, σ. 5.

¹⁰ Βλ. ιστορική αναδρομή για το Baltic Exchange στην ιστοσελίδα <http://www.balticexchange.com/default.asp?action=article&ID=19>.

¹¹ Οι συναλλαγές ναύλωσης στο εν λόγω Χρηματιστήριο διενεργούνται άλλοτε απευθείας μεταξύ των ενδιαφερομένων (principals) (π.χ. πλοιοκτητών, εφοπλιστών, φορτωτών, ναυλωτών) και άλλοτε διαμεσολαβητικά, μέσω αντιπροσώπων που ενεργούν για λογαριασμό τους. Για τον τρόπο λειτουργίας των συναλλαγών στο εν λόγω Χρηματιστήριο, βλέπε στο «The Baltic Exchange Rules», σ. 3, στην ιστοσελίδα <http://www.balticexchange.com/media/pdf/the%20baltic%20exchange%20rules.pdf>.

¹² Βλ. Baltic Code, σ. 24-25.

¹³ Ειδικότερα πρόκειται για τους οργανισμούς «Worldscale (London) Limited» και «Worldscale Association (NYC) Inc. υπό την ευθύνη των οποίων δημοσιεύονται οι εν λόγω τιμές, καθιστώντας με αυτό τον τρόπο δυνατή τη λειτουργία της σχετικής αγοράς δεξαμενόπλοιων, όπου η διαμόρφωση τιμών στηρίζεται στις ως άνω τιμές. Βλ. The Baltic Code, ό.π., σ. 24.

¹⁴ Για παράδειγμα, Worldscale 100 σημαίνει ότι η ονομαστική τιμή του ναύλου όπως εκδίδεται από τους οργανισμούς Worldscale είναι 100, ενώ Worldscale 175 σημαίνει ποσοστό 175 επί της ως άνω τιμής και Worldscale 75, ποσοστό 75 επί της τιμής αυτής. Βλ. Baltic Code, ό.π.

¹⁵ Βλ. σχετικά Martin Stopford, Maritime Economists, second edition, Routledge 1997. Βλ. επίσης «The Baltic Market» <http://www.balticexchange.com/default.asp?action=article&ID=3>.

οικονομίας¹⁶, τα επίπεδα ζήτησης στις θαλάσσιες μεταφορές εμπορευμάτων¹⁷, τη μέση απόσταση διακίνησης φορτίου¹⁸, το κόστος μεταφοράς (π.χ. τα επίπεδα τιμών των καυσίμων-bunker prices)¹⁹, τα πολιτικά γεγονότα²⁰. Οι εν λόγω παράγοντες επηρεάζουν καθοριστικά τα επίπεδα ζήτησης στη μεταφορική, όπως λέγεται, ικανότητα (τόνοι φορτίου) που διαμορφώνονται στις ναυλαγορές²¹. Από την άλλη πλευρά, ως παράγοντες καθοριστικοί στη διαμόρφωση των επιπέδων προσφοράς σημειώνονται ο παγκόσμιος στόλος²², η παραγωγή πλοίων²³, η απόδοση του στόλου²⁴, το λειτουργικό περιβάλλον (όπως οι συνθήκες φόρτωσης ή εκφόρτωσης)²⁵ και άλλοι.

1.4. Τα ναυτιλιακά παράγωγα ως μέσο κάλυψης των αγοραίων κινδύνων στις ναυλαγορές. Οι παραπάνω παράγοντες επιδρούν, όπως ειπώθηκε, στον τρόπο διαμόρφωσης των τιμών στις ναυλαγορές, επιφέροντας διακυμάνσεις στις εν λόγω τιμές άλλοτε μεγαλύτερες και άλλοτε μικρότερες ανάλογα με τις συναλλακτικές συνθήκες που επικρατούν κάθε φορά. Οι σχετικές διακυμάνσεις τιμών δημιουργούν αναμφίβολα αγοραίους κινδύνους (market risks) για τους συμμετέχοντες στις ναυλαγορές.

Οι πλοιοκτήτες-εκναυλωτές, οι οποίοι αποβλέπουν στη μεγιστοποίηση του κέρδους από την εκμετάλλευση των πλοίων τους, εκτίθενται στον κίνδυνο οι τιμές των ναύλων να κινηθούν πτωτικά. Πτώση των τιμών θα σημαίνει έτσι μείωση των σχετικών εσόδων τους. Αντίστοιχα, οι ναυλωτές, οι οποίοι αποβλέπουν στη ναύλωση πλοίων ή ακόμη στη διενέργεια θαλάσσιων μεταφορών με το μικρότερο δυνατό

¹⁶ Η ανάπτυξη της οικονομίας συνεπάγεται αύξηση των αναγκών για θαλάσσιες μεταφορές υλικών, *Stopford*, ό.π.

¹⁷ Η ζήτηση στις θαλάσσιες μεταφορές μπορεί να εμφανίζει διακύμανση, ενδεικτικά ανάλογα με την εποχικότητα των προς μεταφορά προϊόντων. Για παράδειγμα, η μεταφορά των σιτηρών ξεκινά τους καλοκαιρινούς μήνες και διαρκεί έως το τέλος του έτους, ενώ η μεταφορά των πετρελαιοειδών παρατηρείται κυρίως κατά τη διάρκεια του φθινοπώρου και του χειμώνα. Βλ. *The Baltic Market*, ό.π.

¹⁸ Η ζήτηση στις θαλάσσιες μεταφορές εξαρτάται από το δρομολόγιο του πλοίου και την απόσταση που διανύει για τον τελικό του προορισμό. Η μεταφορική ζήτηση μπορεί να μεταβληθεί στις περιπτώσεις ενδεικτικά αλλαγής των δρομολογίων του πλοίου, *Stopford*, ό.π.

¹⁹ Όσο μεγαλύτερο είναι το κόστος μεταφοράς τόσο μειώνεται η ζήτηση για μεταφορική ικανότητα. *Stopford*, ό.π.. Βλ. σχετικά *Runar A. Skjetne*, *Applied Financial Risk Management for the Shipping Industry Using IMAREX Derivatives*, 2005, Norwegian School of Economics and Business Administration, σ. 1.

²⁰ Ως παραδείγματα (*Stopford*, ό.π.) καταγράφονται ο πόλεμος της Κορέας (1950) που οδήγησε σε οικονομική ύφεση στη Δύση λόγω του κλίματος πολιτικής αβεβαιότητας που δημιούργησε, η επανάσταση στο Ιράν (1979) που οδήγησε στην αύξηση των τιμών του πετρελαίου ως συνέπεια της προσωρινής παύσης των εξαγωγών από τη χώρα και άλλα.

²¹ Βλ. *Skjetne*, ό.π., σ. 10.

²² Πρόκειται για το συνολικό αριθμό των εμπορικών πλοίων που μπορούν να μεταφέρουν φορτίο που καθορίζει το βαθμό προσφοράς της μεταφορικής ικανότητας στις συναλλαγές. *Skjetne*, *Baltic Market*.

²³ Αξιοσημείωτο είναι ότι η αυξημένη παραγωγή μπορεί να θεωρηθεί ως φυσικό επακόλουθο της ζήτησης. Ενδέχεται όμως να οδηγήσει και σε υπερπροσφορά όταν η ζήτηση μειώνεται για κάποιους λόγους (*Stopford*, *Baltic Market*, *Skjetne*, ό.π.).

²⁴ Πρόκειται για την ικανότητα του πλοίου προς μεταφορά φορτίου (*Stopford*), η οποία καθορίζεται ως συνάρτηση διαφόρων παραγόντων, όπως της μέσης υπηρεσιακής ταχύτητας (ήτοι του χρόνου που κάνει ένα πλοίο για να καλύψει κάποια απόσταση), του ποσοστού αποδοτικών έναντι μη αποδοτικών ημερών του πλοίου (ήτοι του χρόνου κατά τον οποίο βρίσκεται εν πλω έναντι αυτού που βρίσκεται ακινητοποιημένο, π.χ. λόγω καθυστερήσεων σε λιμάνια φόρτωσης-εκφόρτωσης, λόγω μη ναυλώσεώς του κλπ.). Βλ. *Skjetne*, ό.π.,

²⁵ Ενδεικτικά η μεταφορική ικανότητα του πλοίου μπορεί να επηρεαστεί από τις συνθήκες που επικρατούν στο λιμάνι φόρτωσης-εκφόρτωσης. Για παράδειγμα, ο συνωστισμός σε ένα λιμάνι που γίνεται η φόρτωση θα μπορούσε να προκαλέσει μείωση του αριθμού των πλοίων που προορίζονται για φόρτωση (μείωση προσφοράς). *Stopford*, ό.π.

κόστος, εκτίθενται στον κίνδυνο οι τιμές των ναύλων να κινηθούν ανοδικά. Άνοδος των τιμών θα σημαίνει αύξηση του σχετικού κόστους τους.

Οι διακυμάνσεις στις τιμές των ναύλων και η ανάγκη κάλυψης των αγοραίων κινδύνων που συνεπάγονται αυτές για τους συμμετέχοντες στις ναυλαγορές υπήρξαν καθοριστικής σημασίας παράγοντες για τη διαμόρφωση αγορών παραγώγων στον τομέα της ναυτιλίας και τη ρητή αναγνώριση των ναυτιλιακών παραγώγων ως ειδικής περίπτωσης παραγώγων του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Τα παράγωγα που διαμορφώθηκαν για να καλύψουν αυτές τις ανάγκες έχουν στην πράξη διάφορες μορφές. Κοινό χαρακτηριστικό τους γνώρισμα είναι ότι δεν λειτουργούν ως συμβάσεις αυτούσιας εκπλήρωσης (physically settled derivatives). Κι αυτό, αφού δεν γεννούν δικαιώματα και υποχρεώσεις προς καταβολή παροχών εις είδος (π.χ. εμπορευμάτων)²⁶. Όπως προκύπτει από τα παραδείγματα που αντλούνται από τη συναλλακτική πρακτική, τα ναυτιλιακά παράγωγα λειτουργούν ως συμβάσεις διαφοράς²⁷, συμβάσεις δηλαδή οι οποίες γεννούν δικαιώματα και υποχρεώσεις που αφορούν στην εκπλήρωση χρηματικών και μόνο παροχών σχετιζόμενων με το υποκείμενο στοιχείο στο οποίο αφορούν. Υποκείμενο στοιχείο τους είναι ναυτιλιακοί δείκτες, που αντικατοπτρίζουν τις τιμές των ναύλων στις ναυλαγορές. Συνήθως, οι ναυτιλιακοί δείκτες συντίθενται από τις τιμές που διαμορφώνουν στις ναυλαγορές συγκεκριμένες διαδρομές πλοίων, οι οποίες επιλέγονται ως συστατικά στοιχεία των σχετικών δεικτών²⁸. Τα ναυτιλιακά παράγωγα δεν αποσκοπούν πάντως στην πραγματοποίηση συγκεκριμένης διαδρομής, αφού αντικείμενό τους δεν είναι η υπό προθεσμία ναύλωση. Αποσκοπούν απλώς στην αποκόμιση κέρδους από τις διακυμάνσεις των τιμών των ναυτιλιακών δεικτών, στους οποίους αναφέρονται κάθε φορά ως αντανάκλαση των τιμών που διαμορφώνονται στις ναυλαγορές.

2. Οι αγορές ναυτιλιακών παραγώγων

2.1. Οι αγορές ναυτιλιακών παραγώγων αποτελούν μετεξέλιξη των αγορών παραγώγων επί εμπορευμάτων. Οι τελευταίες απαντώνται για πρώτη φορά γύρω στο 1860 στις ΗΠΑ με διαχειριστή τους το αμερικανικό χρηματιστήριο Chicago Board of Trade²⁹. Έκτοτε σε αυτό τον τομέα διαμορφώθηκαν ποικιλόμορφες αγορές σε διεθνή κλίμακα.

2.2. *Η αγορά BIFFEX.* Αγορά ναυτιλιακών παραγώγων ιδρύθηκε πάντως για πρώτη φορά το 1985. Πρόκειται για τη χρηματιστηριακή αγορά «Baltic International Freight Futures Exchange», γνωστή ως BIFFEX, του Λονδίνου που λειτούργησε μέχρι το 2002. Αντικείμενα συναλλαγών στην αγορά BIFFEX αποτελέσαν διάφορα προθεσμιακά συμβόλαια (futures), γνωστά ως «BIFFEX futures contracts»³⁰. Οι τιμές των προθεσμιακών συμβολαίων BIFFEX είχαν ως βάση ορισμένο ναυτιλιακό δείκτη, το δείκτη Baltic Freight Index (BFI) του ομώνυμου Χρηματιστηρίου Baltic Exchange, που αποτελούνταν από συγκεκριμένες διαδρομές πλοίων (voyage routes),

²⁶ Για τη λειτουργία των συμβάσεων παραγώγων ως συμβάσεων αυτούσιας εκπλήρωσης, βλέπε *Ταρνανίδου*, Συμβάσεις Παραγώγων..., ό.π., σ. 53.

²⁷ Βλ. σχετικά για τα παράγωγα ως κυριολεκτικές συμβάσεις διαφοράς, *Ταρνανίδου*, Συμβάσεις Παραγώγων..., ό.π., σ. 44.

²⁸ *Manolis G. Kavussanos – Ilias D. Visvikis*, Shipping freight derivatives: a survey of recent evidence, MARIT. POL. MGMT, July 2006, Vol. 33, No. 3, σ. 233-255, ιδίως σ. 234-235.

²⁹ Βλ. *Nikos . K. Nomikos – Amir H. Alizadech*, Risk Management in the Shipping Industry: Theory and Practice (Chapter 31) στο *The Handbook of Maritime Economics and Business*. Lloyds of London Press, 2002, C. Th. Grammenos (ed.), σ. 693-730.

³⁰ *Nomikos-Alizadech*, ό.π. Βλ. επίσης *Kavussanos-Visvikis*, ό.π.

οι οποίες κάλυπταν μία ευρεία κλίμακα φορτίων (π.χ. λιπασμάτων, κάρβουνου κλπ.) και μεταφορικής ικανότητας³¹.

2.3. Οι ναυτιλιακοί δείκτες του Baltic Exchange. Το Baltic Exchange εξέδωσε στη συνέχεια σειρά άλλων ναυτιλιακών δεικτών, οι οποίοι αποτελούν σήμερα σημείο αναφοράς για τη διαμόρφωση αγορών ναυτιλιακών παραγώγων, τόσο εξωχρηματιστηριακών όσο και χρηματιστηριακών. Οι σχετικοί ναυτιλιακοί δείκτες διαμορφώνονται βάσει συγκεκριμένων διαδρομών που αφορούν χρονοναυλώσεις και ναυλώσεις κατά ταξίδι τόσο ξυρού όσο και υγρού φορτίου³². Οι ναυτιλιακοί δείκτες, ως στοιχείο αναφοράς των σχετικών παραγώγων, αποτυπώνουν έτσι τις τρέχουσες τιμές που διαμορφώνονται στις ναυλαγορές ως προς τις διαδρομές που τους απαρτίζουν.

Παραδείγματα τέτοιων δεικτών αποτελούν ο δείκτης Baltic Handymax Index (BHMI), ο οποίος υπολογίζεται με βάση το σταθμισμένο μέσο όρο των μεγαλύτερων διαδρομών χρονοναύλωσης, ο δείκτης Baltic Panamax Index (BPI), ο οποίος υπολογίζεται με βάση το σταθμισμένο μέσο όρο των μεγαλύτερων διαδρομών τόσο χρονοναύλωσης όσο και ναύλωσης, ο δείκτης Baltic International Tanker Routes, που αποτελεί μέσο όρο τιμών, εκφραζόμενων σε μονάδες (του δείκτη) Worldscale, των μεγαλύτερων διαδρομών σε πετρελαιοειδή και άλλοι³³.

2.4. Η εξωχρηματιστηριακή αγορά FFABA. Χαρακτηριστική επίσης είναι η αγορά ναυτιλιακών παραγώγων που λειτουργεί από το 1992 υπό την επίβλεψη του Baltic Exchange ως εξωχρηματιστηριακή αγορά³⁴. Αυτή αναπτύχθηκε ως αποτέλεσμα της ανάγκης για ανεύρεση από τους συμμετέχοντες στη ναυλαγορά πιο αποτελεσματικών, σε σχέση με την αγορά BIFFEX, μηχανισμών αντιστάθμισης κινδύνου (hedging). Το 1997 η εν λόγω αγορά αποκτά επαρκέστερη οργάνωση με την ίδρυση από τα μέλη της μίας ανεξάρτητης ένωσης, της ένωσης «Forward Freight Agreement Brokers Association» (FFABA)³⁵.

Αποτελούμενη από τα μέλη του Baltic Exchange, η FFABA διαμορφώνεται έτσι ως εξωχρηματιστηριακή αγορά παραγώγων με σκοπό την οργάνωση συναλλαγών σε τυποποιημένες ναυτιλιακές προθεσμιακές συμφωνίες, που καλούνται Forward Freight Agreements (FFA). Η αγορά λειτουργεί με συγκεκριμένους κανόνες που ορίζονται από τη FFABA. Αν και εξωχρηματιστηριακή, η εν λόγω αγορά δεν είναι τελείως αρρύθμιστη. Τα μέλη της FFABA ως μέλη της σχετικής αγοράς υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς που τίθενται για την ακεραιότητα της αγοράς, ενώ για τη συμμετοχή τους στη σχετική αγορά βασική προϋπόθεση αποτελεί η ύπαρξη του αναγκαίου βαθμού γνωστικής επάρκειας ως προς τη λειτουργία των FFAs και τις τυποποιημένες διαδρομές που καθορίζονται από το Baltic Exchange σε σχέση με τους δείκτες που διαμορφώνονται από αυτό και λειτουργούν ως σημείο αναφοράς των σχετικών προθεσμιακών συμφωνιών (π.χ. του δείκτη BHMI, BPI και άλλων).

2.5. Η διαμόρφωση εξωχρηματιστηριακής αγοράς με το μηχανισμό εκκαθάρισης LCH.Clearnet. Την οργάνωση εξωχρηματιστηριακών αγορών ναυτιλιακών παραγώγων ενίσχυσε ιδιαίτερα στη συναλλακτική πρακτική η

³¹ Επισημαίνεται από τους *Nomikos-Alizadech* ότι οι σχετικές διαδρομές κάλυπταν φορτία κλιμακούμενα από 14.000 mt σε λιπάσματα μέχρι και 120.000 mt σε κάρβουνο.

³² *Kavussanos-Visvikis*, ό.π., *The Baltic Code*, ό.π., σ. 29-30, όπου και παρατίθεται ο κατάλογος των σχετικών ναυτιλιακών δεικτών που καταρτίζονται και δημοσιεύονται από το Baltic Exchange.

³³ Βλ. *The Baltic Code*, σ. 30.

³⁴ *Nomikos-Alizadech*, ό.π., σ. 703,

³⁵ Βλ. σχετικά στο *Guide to Market Practice. For Members of the Forward Freight Agreement Brokers Association*, σ. 2, στην ιστοσελίδα <http://www.balticexchange.com/media/pdf/GUIDETOMARKETPRACTICE.pdf>.

πρωτοβουλία του αγγλικού φορέα εκκαθάρισης και κεντρικού αντισυμβαλλομένου LCH.Clearnet³⁶ για παροχή υπηρεσιών εκκαθάρισης στον αναφερόμενο τομέα.

Συγκεκριμένα, τον Σεπτέμβριο του 2005 το LCH.Clearnet, σε συνεργασία με χρηματιστές της ναυτιλιακής κοινότητας, δημιούργησε μηχανισμό εκκαθάρισης για συναλλαγές σε ναυτιλιακά παράγωγα που διενεργούνται εξωχρηματιστηριακά (OTC) μεταξύ των επαγγελματιών. Σύμφωνα με τους κανόνες εκκαθάρισης που υιοθέτησε, οι ενδιαφερόμενοι να μεταθέσουν την εκκαθάριση στο μηχανισμό του LCH.Clearnet πρέπει να συνάψουν συνεργασία με εκκαθαριστικά μέλη του εν λόγω φορέα. Η εκκαθάριση διενεργείται από τα εν λόγω μέλη, τα οποία λειτουργούν προς τούτο βάσει τυποποιημένων Γενικών Όρων Συναλλαγών (OTC freight clearing service) που διαμορφώνονται με πρωτοβουλία του φορέα. Συμμετοχή στο μηχανισμό εκκαθάρισης ως μέλη του LCH.Clearnet έχουν επίσης και τα μέλη της FFABA, ενισχύοντας με αυτό τον τρόπο την παρουσία τους τόσο στη ναυλαγορά όσο και στην ομώνυμη αγορά ναυτιλιακών παραγώγων του Baltic Exchange.

Η παροχή υπηρεσιών εκκαθάρισης στον τομέα των ναυτιλιακών παραγώγων από έναν θεσμικό φορέα, όπως το LCH.Clearnet, είναι ιδιαίτερη σημαντική για την ανάπτυξη της σχετικής αγοράς δεδομένης της λειτουργίας του ως κεντρικού αντισυμβαλλομένου. Με την ιδιότητα αυτή, ο φορέας παρεμβάλλεται κατά την εκκαθάριση ως αποκλειστικός αντισυμβαλλόμενος μεταξύ των συμβαλλομένων σε κάθε εξωχρηματιστηριακή συναλλαγή ναυτιλιακού παραγώγου που του ανατίθεται προς εκκαθάριση, ενεργεί δηλαδή ως πωλητής έναντι του αγοραστή και ως αγοραστής έναντι του πωλητή στις σχετικές συναλλαγές, αναλαμβάνοντας με αυτό τον τρόπο τον πιστωτικό κίνδυνο (credit risk) καθενός εκ των συμβαλλομένων έναντι του άλλου. Τη λειτουργία δε αυτή επιτελεί για τη διασφάλιση της ομαλής εκπλήρωσης των συναλλαγών³⁷. Έτσι, σε περίπτωση επέλευσης του πιστωτικού κινδύνου, σε περίπτωση υπερημερίας για παράδειγμα του μέλους, που ενεργεί ως αγοραστής, ως προς τις υποχρεώσεις του για καταβολή της οφειλόμενης από τη συναλλαγή ναυτιλιακού παραγώγου παροχής, ο φορέας έχει ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος την υποχρέωση να καταβάλει την παροχή του υπερήμερου-αγοραστή στο μέλος που ενεργεί ως δικαιούχος-πωλητής, αναλαμβάνοντας τη σχετική ζημία που προκύπτει από την υπερημερία.

2.6. Το Χρηματιστήριο NYMEX. Το Χρηματιστήριο «New York Mercantile Exchange», γνωστό ως NYMEX, αποτελεί ένα από τα βασικότερα σε διεθνή κλίμακα χρηματιστήρια εμπορευμάτων και ναυτιλιακών παραγώγων.

³⁶ Το LCH.Clearnet αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους μηχανισμούς κεντρικού αντισυμβαλλομένου (central counterparty) σε πανευρωπαϊκό αλλά και διεθνές επίπεδο, με ενεργητική παρουσία σε διάφορους τομείς εκκαθάρισης. Συγκεκριμένα, παρέχει υπηρεσίες εκκαθάρισης σε διάφορα διεθνή χρηματιστήρια και πλατφόρμες συναλλαγών, σε αγορές τοις μετρητοίς και αγορές παραγώγων, σε ενεργειακές αγορές, σε αγορές ομολόγων, γερο και άλλες. Βλ. σχετικά για το LCH.Clearnet στην ιστοσελίδα <http://www.lchclearnet.com>.

³⁷ Για τη λειτουργία του κεντρικού αντισυμβαλλομένου ως λειτουργία των συστημάτων εκκαθάρισης, βλέπε *European Central Bank, Monthly Bulletin* (Aug. 2001), § Consolidation in central counterparty clearing in the euro area, σ. 69 επ.· *Patrick Stephan, The French Law on the Futures Markets, Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, March 1994, σ. 131 επ. (ιδίως σ. 133)· *Patrick Daniels, The Legal Consideration in Futures Contracts, International Financial Law Review*, April 1983, σ. 26 επ. (ιδίως 28), όπου και αναφορές στη λειτουργία του φορέα εκκαθάρισης στην αγγλική αγορά παραγώγων LIFFE· *Maximilian J. B. Hall, The Revised Supervisory Treatment of Netting and Potential Exposure for Off-balance-sheet Items under the Basil Capital Accord, Journal of International Banking Law* 3 (1996), σ. 93 επ. (ιδίως σ. 99)· *John Board, Charles Goodhart, Michael Power and Dirk Shoemaker, Derivatives Regulation, Special Paper No. 70, LSE Financial Markets Group an ESRC Research Centre, Special Paper Series* (March, 1995), σ. 3.

Έχοντας στο ενεργητικό του περισσότερα από 135 έτη λειτουργίας, το NYMEX παρέχει σήμερα μία ηλεκτρονική υποδομή στα μέλη του για τη διεξαγωγή συναλλαγών σε ναυτιλιακά παράγωγα, γνωστή ως αγορά Clearport³⁸, που λειτουργεί και ως φορέας εκκαθάρισης, διασφαλίζοντας τα απαραίτητα εχέγγυα για την ομαλή εκπλήρωση των συναλλαγών. Βασικός τομέας του εν λόγω Χρηματιστηρίου είναι η αγορά ναυτιλιακών παραγώγων που καταλαμβάνει μία ευρεία γκάμα προϊόντων της ναυλαγοράς δεξαμενόπλοιων (tanker).

2.7. Οι χρηματιστηριακές συναλλαγές επί ναυτιλιακών παραγώγων στο IMAREX και το NOS. Μοναδική χρηματιστηριακή αγορά στον τομέα των ναυτιλιακών παραγώγων στην Ευρώπη αποτελεί η αγορά του Χρηματιστηρίου «International Maritime Exchange», γνωστού ως IMAREX, που λειτουργεί στο Όσλο.

Πρόκειται για αγορά που έχει επίσημη άδεια λειτουργίας από το Νορβηγικό Υπουργείο Οικονομίας (2000) και εποπτεύεται ως προς τα θέματα λειτουργία της από την εποπτική αρχή Kredittilsynet. Η εν λόγω αγορά έχει αδειοδοτηθεί επίσης από την αμερικανική αρχή Commodity Futures Trading Commission (CFTC) ως αγορά επαγγελματιών (exempt commercial market³⁹). Η αγορά λειτουργεί με τη συμμετοχή των μελών της, που προέρχονται τόσο από το χρηματοπιστωτικό χώρο όσο και από χώρο της ναυτιλίας, είναι ηλεκτρονική αγορά και τους κανόνες διεξαγωγής συναλλαγών περιγράφει ο Κανονισμός της που εκδίδεται από το οικείο χρηματιστήριο⁴⁰. Φορέας εκκαθάρισης των συναλλαγών που διενεργούνται στην αγορά του IMAREX είναι το NOS ASA που λειτουργεί ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος και έχει αδειοδοτηθεί προς τούτο από την ως άνω Νορβηγική εποπτική αρχή. Τον Σεπτέμβριο του 2006 οι δύο εταιρίες IMAREX και NOS ASA συγχωνεύθηκαν με απορρόφηση της δεύτερης από την πρώτη, δημιουργώντας την εταιρία IMAREX ASA που αποτελεί πλέον το διαχειριστή της οικείας χρηματιστηριακής αγοράς ναυτιλιακών παραγώγων και του σχετικού συστήματος εκκαθάρισης.

Αξιοσημείωτο είναι ότι τα ναυτιλιακά παράγωγα του IMAREX συνίστανται σε παράγωγα της ναυλαγοράς τόσο υγρού φορτίου, ιδίως του τομέα των δεξαμενοπλοίων, όσο και ξυρού φορτίου (π.χ. άνθρακα, σιδήρου, συσκευασμένων εμπορευμάτων κλπ.).

2.8. Ναυτιλιακά παράγωγα και ελληνική κεφαλαιαγορά. Τα ναυτιλιακά παράγωγα αποτελούν χρηματοπιστωτικά μέσα ακόμη ξένα στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Αν και, όπως θα καταδειχθεί παρακάτω, το νέο θεσμικό πλαίσιο για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (ν. 3606/2007) αφήνει περιθώρια για την ανάπτυξη ποικιλόμορφων χρηματοπιστωτικών αγορών στον τομέα των ναυτιλιακών παραγώγων, εντούτοις τέτοιου είδους αγορές δεν έχουν ακόμη αναπτυχθεί στην Ελλάδα. Τις ευκαιρίες που το νέο θεσμικό πλαίσιο παρέχει για την ανάπτυξη τέτοιων αγορών εξετάζουμε παρακάτω στην § 10.

³⁸ Για το Χρηματιστήριο NYMEX βλέπε στην ιστοσελίδα http://www.nymex.com/cp_overview.aspx.

³⁹ Βλ. § 1.1.9 του Κανονισμού του IMAREX. Η λειτουργία της αγοράς ως «exempt commercial market» υπάγεται στις διατάξεις του Αμερικανικού Νόμου Commodity Exchange Act (section 2 (h) 3), όπως ισχύει μετά την τροποποίησή του από το νόμο Commodity Futures Modernization Act 2000. Ως βασικός κανόνας για τη συμμετοχή σε τέτοια αγορά είναι, κατά τον ως άνω νόμο, τα πρόσωπα που συμμετέχουν ως μέλη της να πληρούν τις προϋποθέσεις της κατάλληλης εμπορικής επιχείρησης, «eligible commercial entity», ήτοι υψηλά κριτήρια επαγγελματικότητας προκειμένου η σχετική αγορά να μπορεί να λειτουργεί ως αγορά επαγγελματιών.

⁴⁰ Για το Χρηματιστήριο IMAREX βλέπε στην ιστοσελίδα <http://www.imarex.com/>.

3. Οικονομική σημασία των συμβάσεων ναυτιλιακών παραγώγων

3.1. Τα ναυτιλιακά παράγωγα ως μέσα αντιστάθμισης κινδύνου (*hedging*). Όπως ήδη καταδείχθηκε, οι διακυμάνσεις στις τιμές της ναυλαγοράς εκθέτουν τους συμμετέχοντες στη σχετική αγορά σε αγοραίους κινδύνους. Οι πλοιοκτήτες-εκναυλωτές εκτίθενται στον κίνδυνο της πτωτικής κίνησης των τιμών των ναύλων, ενώ οι ναυλωτές στον κίνδυνο ανοδικής κίνησης των σχετικών τιμών. Οι αγορές ναυτιλιακών παραγώγων δημιουργήθηκαν έχοντας υπόψη τους παραπάνω κινδύνους και με σκοπό την κάλυψή τους και, κατά την οικονομική ορολογία, την αντιστάθμιση των σχετικών κινδύνων (*hedging*).

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, οι συμβάσεις παραγώγων λειτουργούν ως μέσα αντιστάθμισης κινδύνου όταν ο «χρήστης» του μέσου αποβλέπει με την κατάρτιση της σύμβασης στην κάλυψη αγοραίου κινδύνου του, του κινδύνου δηλαδή μεταβολής των τιμών, στον οποίο εκτίθεται από ορισμένη υποχρέωση, πιστωτικό άνοιγμα ή επένδυσή του⁴¹.

Εν προκειμένω είναι φανερό ότι η σχετική «υποχρέωση» ή το «άνοιγμα» του πλοιοκτήτη-εκναυλωτή ή του ναυλωτή αφορά στην έννομη σχέση της ναύλωσης κατά τις ειδικότερες μορφές που αποκτά αυτή (π.χ. χρονοναύλωση, ναύλωση κατά ταξίδι κλπ.) ανάλογα με τις συναλλακτικές ανάγκες που καλύπτει κάθε φορά.

Ο αγοραίος κίνδυνος μπορεί να αντισταθμιστεί στις αναφερόμενες περιπτώσεις με την κατάρτιση σχετικών συμβάσεων ναυτιλιακών παραγώγων. Συγκεκριμένα, για την αντιστάθμιση του κινδύνου του ο πλοιοκτήτης θα μπορούσε να προβεί σε προθεσμιακή πώληση της αξίας ναυτιλιακού δείκτη, σχετιζόμενου με τους προορισμούς στους οποίους κατατείνουν οι σχέσεις εκναύλωσης που αναπτύσσει στην ναυλαγορά, σε απόκτηση, όπως λέγεται, «θέσης πώλησης» (*short position*) επί τέτοιου δείκτη. Αντίστοιχα, ο ναυλωτής θα μπορούσε να προβεί σε προθεσμιακή αγορά της αξίας παρόμοιου δείκτη, σε απόκτηση, όπως λέγεται, «θέσης αγοράς» (*long position*) επί του δείκτη. Έτσι, σε περίπτωση επέλευσης του αγοραίου κινδύνου για τον εκναυλωτή (πτώση τιμών) ή το ναυλωτή (άνοδος τιμών), η σχετική ζημία που αυτός υφίσταται (ο εκναυλωτής μείωση των εσόδων του και ο ναυλωτής αύξηση των εξόδων του) θα μπορεί να καλύπτεται μέσω του κέρδους που θα αποκομίζει από τη σύμβαση παραγώγου ως πράξη αντισταθμιστική αυτού του κινδύνου.

Παραδείγματα αντιστάθμισης κινδύνου με τη χρήση ναυτιλιακών παραγώγων.

(α) *Παράδειγμα ναυτιλιακού προθεσμιακού συμβολαίου.* Προμηθευτές εμπορικών προϊόντων προβαίνουν τον Αύγουστο του 2000 σε πώληση 54.000 τόνων σιτηρών σε εμπόρους στην Ιαπωνία. Η θαλάσσια μεταφορά του σχετικού φορτίου βάσει της συμφωνίας πρόκειται να λάβει χώρα τον Οκτώβρη 2000, με σημείο αναχώρησης τον Κόλπο του Μεξικού, ενώ τα έξοδα μεταφοράς θα φέρουν οι προμηθευτές. Οι προμηθευτές ανησυχούν ότι οι τιμές των ναύλων θα έχουν ανοδική τάση κατά την κρίσιμη περίοδο, ματαιώνοντας την προσδοκίες τους για επίτευξη κέρδους από την εμπορική τους δραστηριότητα. Οι τιμές ναύλου τον Αύγουστο του 2000 για 54.000 τόνους σιτηρών για τη διαδρομή US Gulf – Japan, η οποία αντιστοιχεί στη διαδρομή Rout 2 του δείκτη BPI είναι 23,76US\$/tonne. Με αυτά τα δεδομένα, εάν οι προμηθευτές προέβαιναν σε άμεση ναύλωση πλοίου για τη συγκεκριμένη μεταφορά, το κόστος τους θα ανερχόταν σε \$1.283.040. Οι προμηθευτές εκτίθενται με βάση τη συμφωνία σε αγοραίους κινδύνους, ήτοι στον κίνδυνο ανατίμησης των τιμών των ναύλων κατά το

⁴¹ Βλ. σχετικά *Graham Roberts*, Law relating to international banking (1998), σ. 148· *John Board*, The economic consequences of Derivatives, στο *Modern Financial Techniques, Derivatives and Law* (2000), *Alastair Hudson* (έκδ.), σ. 157-158· *Α. Ν. Γεωργακόπουλο*, Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο (1999), σ. 15· *Αγγελική Γκούσκου*, Ο συμψηφισμός ως τρόπος αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου, ΔΕΕ 6 (1995), σ. 471 επ., ιδίως σ. 473· *Π. Αλεξάκη*, Τα Παράγωγα Προϊόντα & η Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων (2005), σ. 99 επ· *Σ. Θωμαδάκη-Μ. Ξανθάκη*, Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου (1990), σ. 208 επ.

χρόνο εκτέλεσης της συμφωνίας (Οκτώβρη 2000). Προς κάλυψη αυτού του κινδύνου, προβαίνουν στη χρήση BIFFEX προθεσμιακών συμβολαίων Οκτωβρίου 2000 (με υποκείμενο στοιχείο το δείκτη BPI). Τον Αύγουστο του 2000 το σχετικό συμβόλαιο τυγχάνει διαπραγμάτευσης στις 1595 μονάδες και το αντίστοιχο του Οκτωβρίου 2000 στις 1600 μονάδες, γεγονός που διαγράφει μία τάση αύξησης τιμών για τη σχετική περίοδο. Ως αποτέλεσμα, η αγορά προσδοκά ότι οι τιμές για τη συγκεκριμένη διαδρομή Route 2 θα ανέλθει στα 23,84US\$/tonne ((1600/1595)*23.76). Οι προμηθευτές-ναυλωτές, θέλοντας να κλειδώσουν σε αυτή την τιμή τη συναλλαγή τους για τις ανάγκες αντιστάθμισης του κινδύνου που είχαν αναλάβει με τη συμφωνία, αγοράζουν συμβόλαια BIFFEX λήξης Οκτώβρη 2000 με ονομαστική αξία 16.000\$ (1.600*10\$). Για την πλήρη δε αντιστάθμιση του κινδύνου τους αποκτούν θέση αγοράς στα εν λόγω συμβόλαια τέτοια που να ανταποκρίνεται ακριβώς στο άνοιγμα τους από τη συμφωνία. Συγκεκριμένα αγοράζουν 80 συμβόλαια (1.287.360/16.000=80 συμβόλαια περίπου, όπου 1.287.360\$ είναι το ποσό που θα πλήρωναν εάν οι τιμές κινούνταν στα 23,84US\$/tonne [54.000τόνοι*23,84=1.287.360]). Κατά το χρόνο εκτέλεσης της συμφωνίας οι τιμές των ναύλων για τη συγκεκριμένη διαδρομή ισούνται με 25,20\$/tonne. Κατά συνέπεια, το ποσό του ναύλου κατά τη συμφωνία ανέρχεται στα 1.360.800 (25,20*54.000), σημειώνοντας αύξηση σε σχέση με τις τιμές του καλοκαιριού της τάξης των 73.440\$. Η αύξηση αυτή στην Rout 2 συνοδεύεται με μία γενικότερη αύξηση στις τιμές ξηρού φορτίου, η οποία αποτυπώνεται στις τιμές του δείκτη BPI, οδηγώντας σε αντίστοιχη αύξηση των τιμών διακανονισμού των BIFFEX συμβολαίων του Οκτωβρίου 2000. Με βάση και τα στοιχεία του πίνακα που ακολουθεί, λαμβάνοντας υπόψη από τη μία πλευρά τη ζημία των προμηθευτών από την αύξηση τιμών στη ναυλαγορά (\$73.440) και από την άλλη το κέρδος τους από την επένδυση στα BIFFEX συμβόλαια (\$21.600), προκύπτει ότι η χρήση των εν λόγω συμβολαίων είχε ως συνέπεια τον περιορισμό της ζημίας των προμηθευτών στα \$21.600⁴².

Πίνακας - Παράδειγμα αντιστάθμισης τιμών ναύλων με τη χρήση της Ναυτιλιακής Προθεσμιακής Αγοράς

Υποκείμενη Αγορά	Προθεσμιακή Αγορά
4 Αύγουστος 2000	
BPI: 1595 Τιμές ναύλων Rout 2: 23.76\$/tonne	Οκτώβριος 2000 BIFFEX συμβολαίων τιμές: 1600 Προσδοκώμενες τιμές: 23.84(=23.76*(1600/1595))
Κόστος μεταφοράς: \$1.283.040 (=54.000*23.76)	Προσδοκώμενος ναύλος: \$1.287.360(=54.000*23.84)
Οι προμηθευτές-ναυλωτές αγοράζουν 80 BIFFEX συμβόλαια λήξης Οκτώβρη 2000 συνολικής αξίας 1.280.000 (=80*1600*10)	
31 Οκτωβρίου 2000	
BPI: 1631 Τιμές ναύλων Rout 2: 25.20\$/tonne	Οκτώβριος 2000 BIFFEX Τιμή διακανονισμού: 1627
Πραγματικό κόστος ναύλου: \$1.360.800	Συνολική αξία: \$1.301.600(=80*1627*10)
Ζημία προμηθευτών στην υποκείμενη αγορά: \$1.287.360-\$1.360.800=-\$73.440	Κέρδος από την προθεσμιακή συναλλαγή \$1.301.600-\$1.280.000=\$21.600
Καθαρό αποτέλεσμα αντιστάθμισης: -\$51.840	

(β) Παράδειγμα ναυτιλιακού συμβολαίου προαίρεσης. Έστω ότι ο εκναυλωτής Α επιθυμεί να καλύψει τον κίνδυνό του από την πτώση των τιμών των ναύλων σε σχέση με τη διαδρομή Rout 1 του δείκτη BPI (55.000 τόνους σιτηρών USGulf-ARA). Οι τιμές των ναύλων στις 14 Απριλίου ανέρχονται στα 17.00\$/ton. Ο εκναυλωτής Α εκτιμά ότι σε τρεις μήνες, οπότε και θα καταρτίσει τη σχετική συμφωνία ναύλωσης, οι τιμές θα μειωθούν σημαντικά. Για την κάλυψη αυτού του κινδύνου αποφασίζει να προβεί στην αγορά «συμβολαίων προαίρεσης πώλησης» (put options) με τους εξής όρους: Ποσότητα 55.000 τόνους, τιμή άσκησης 16.00\$/ton – τίμημα δικαιώματος 0,30/ton άμεσα πληρωτέο (ήτοι 55.000*0,30=\$16.500). Στις 14 Ιουλίου, ημερομηνία κατά την οποία ο εκναυλωτής προχωρεί στη συμφωνία ναύλωσης, οι τιμές των ναύλων για τη σχετική διαδρομή μειώνονται στα 15.00\$/ton. Ο εκναυλωτής, έχοντας με αυτή την εξέλιξη σημειώσει κέρδος ως προς την επένδυσή του

⁴² Βλ. σχετικά παραδείγματα Nomikos-Alizadeh, ό.π., σ. 699-706.

στα σχετικά συμβόλαια προαίρεσης της τάξης των \$55.000 ($55.000 \cdot (16.00 - 15.00)$), προβαίνει στην άσκηση των δικαιωμάτων προαίρεσης, εισπράττοντας το σχετικό κέρδος του ως αντιστάθμισμα της ζημίας που υφίσταται, σε σχέση με τη συμφωνία του, από την πτώση των τιμών των ναύλων.

3.2. Τα ναυτιλιακά παράγωγα ως μέσα επίτευξης κέρδους (speculation). Στην πράξη οι συμβάσεις ναυτιλιακών παραγώγων μπορούν να χρησιμοποιηθούν όχι μόνο για την εξυπηρέτηση των αναγκών αντιστάθμισης κινδύνου, που εκτέθηκαν παραπάνω, αλλά αμιγώς για επενδυτικούς σκοπούς, με σκοπό δηλαδή το κέρδος και, όπως συνηθίζεται να λέγεται, ως μέσα κερδοσκοπίας (speculation).

Κατά τον οικονομικό τους ορισμό, οι συμβάσεις παραγώγων αποτελούν μέσα κερδοσκοπίας όταν με αυτές αναλαμβάνεται θέση στο παράγωγο μη αντισταθμισμένη (unhedged position)⁴³. Σε τούτο άλλωστε διαφέρει η κερδοσκοπική από την αντισταθμιστική λειτουργία. Στο ότι ο χρήστης δεν καταρτίζει την πράξη για την κάλυψη αγοραίου κινδύνου του απορρέοντος από ορισμένη υποχρέωση ή πιστωτικό άνοιγμα ή επένδυσή του, αλλά για την ανάληψη τέτοιου κινδύνου με σκοπό το κέρδος⁴⁴.

Παράδειγμα χρήσης ναυτιλιακού παραγώγου ως μέσου επίτευξης κέρδους. Ο επενδυτής Χ, εκτιμώντας ότι οι τιμές των ναύλων συγκεκριμένης διαδρομής του BPI θα κινηθούν ανοδικά για το διάστημα των επομένων πέντε μηνών, αγοράζει χρηματιστηριακώς σχετικά συμβόλαια προαίρεσης αγοράς (call option) με τους εξής όρους: Ποσότητα 55.000 τόνους, τιμή άσκησης 16.00\$/ton, και τίμημα δικαιώματος 0,30\$/ton άμεσα πληρωτέο, ήτοι συνολικό ποσό πληρωτέο 16.000\$ ($55.000 \cdot 0,30$).

Με δεδομένο ότι η παραπάνω συναλλαγή του επενδυτή είναι αμιγώς κερδοσκοπική, δεν διενεργείται δηλαδή για την κάλυψη κινδύνου από υποχρέωση ή άνοιμά του σε σχέση με την υποκείμενη αγορά του σχετικού παραγώγου, τη ναυλαγορά, ο επενδυτής εκτίθεται με την επένδυσή του στο σχετικό αγοραίο κίνδυνο. Ο κίνδυνος αυτός εν προκειμένω συνίσταται στον κίνδυνο πτώσης των τιμών των συμβολαίων, ενόσω ο επενδυτής διατηρεί θέση επ' αυτών. Έτσι, εάν επέλθει ο σχετικός κίνδυνος, ο επενδυτής θα εγγράψει ζημία από την πράξη του. Εάν, αντίθετα, επαληθευθεί η προσδοκία του, κινηθούν δηλαδή ανοδικά οι τιμές των συμβολαίων, ο επενδυτής θα εγγράψει κέρδος από την πράξη, το οποίο και θα μπορεί να εισπράττει κατά το σχετικό διακανονισμό της.

Έστω ότι μετά πάροδο δύο μηνών από την ημέρα της συναλλαγής του επενδυτή, οι τιμές των ναύλων σε σχέση με τη συγκεκριμένη διαδρομή μειώνονται στα 11.00\$/ton. Δεδομένης της μείωσης αυτής, η θέση του επενδυτή επί των δικαιωμάτων προαίρεσης δεν καθίσταται επικερδής. Για το λόγο αυτό δεν ασκεί τα σχετικά δικαιώματα, αφήνοντας να εκπνεύσει άπρακτη η προθεσμία άσκησής τους. Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής έχει εγγράψει ζημία από την επένδυσή του της τάξης των 16.000 που αντιστοιχεί στο ως άνω κόστος του για την αγορά των σχετικών δικαιωμάτων.

4. Δικαιική αναγνώριση των συμβάσεων

4.1. Οι συμβάσεις παραγώγων δεν αποτελούν συμβάσεις άγνωστες στο δίκαιο. Ο νόμος αναφέρεται στις εν λόγω συμβάσεις, τις οποίες αντιμετωπίζει ως κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων. Στο πλαίσιο αυτό, αναγνωρίζονται ως περίπτωση παραγώγων και τα ναυτιλιακά παράγωγα. Ειδικότερα:

(α) Τα παράγωγα του ν. 2396/1996. Τα παράγωγα προβλέφθηκαν στο δίκαιο με το ν. 2396/1996, με τον οποίο προσαρμόστηκε στο δίκαιό μας η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου που αφορά τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών

⁴³ Βλ. Board, στο Modern Financial Techniques..., ό.π., σ. 158.

⁴⁴ Βλ. Γεωργακόπουλο, ό.π., σ. 15. Σχετικά με το νομικό προβληματισμό που είχε τεθεί πριν τη νομοθετική αναγνώριση των συμβάσεων παραγώγων (ν. 2396/1996, ν. 2533/1997, ήδη ν. 3606/2007) ως προς το αν οι συμβάσεις αυτές αποτελούν θεμιτές συναλλακτικές πράξεις ή εμπίπτουν στις περί παιγνίου ή στοιχήματος ρυθμίσεις, βλέπε Χ. Ι. Ταρνανίδου, Συμβάσεις Χρηματοοικονομικών Ανταλλαγών (Swaps) (1998), σ. 26-27 και εκεί παραπομπές.

αξιών⁴⁵. Όπως θα καταδειχθεί και παρακάτω, οι σχετικές με τις επενδυτικές υπηρεσίες διατάξεις του νόμου αυτού (άρθρα 1-31) καταργήθηκαν με το ν. 3606/2007 (άρθρο 85 παρ. 1 (θ)). Ως περίπτωση χρηματοπιστωτικών μέσων τα παράγωγα είχαν οριστεί, με το άρθρο 2 παρ. 1 (α) (i) (γγ) έως (ζζ) του ν. 2396/1996, ως τίτλοι προθεσμιακών χρηματοπιστωτικών συμβάσεων (futures), συμπεριλαμβανομένων των ισοδύναμων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς, προθεσμιακά συμβόλαια επιτοκίου (FRA), συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) υποχρεώσεων με αντικείμενο επιτόκιο ή συνάλλαγμα ή συμβάσεις ανταλλαγής συνδεόμενες με μετοχές ή με δείκτη μετοχών (equity swaps) και δικαιώματα προαίρεσεως (options) για την αγορά ή πώληση οποιουδήποτε από τους σχετικούς τίτλους, περιλαμβανομένων των ισοδύναμων τίτλων που παρέχουν δικαίωμα εκκαθάρισης τοις μετρητοίς.

Με βάση το ν. 2396, στην κατάρτιση συμβάσεων παραγώγων μπορούσαν να προβαίνουν οι Ε.Π.Ε.Υ., περιλαμβανομένων των πιστωτικών ιδρυμάτων, στο πλαίσιο παροχής από αυτές των επενδυτικών υπηρεσιών που προβλέπονταν από τον εν λόγω νόμο (π.χ. των υπηρεσιών λήψης και διαβίβασης εντολών προς κατάρτιση συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό τρίτων, των υπηρεσιών εκτέλεσης τέτοιων εντολών κλπ.). Αξιοσημείωτο είναι πάντως ότι στον ορισμό των παραπάνω παραγώγων δεν περιλαμβάνονταν τα ναυτιλιακά παράγωγα.

(β) Τα παράγωγα του ν. 2533/1997. Ακολούθως, ως χρηματοπιστωτικά μέσα της χρηματιστηριακής αγοράς, τα παράγωγα ορίστηκαν στο δίκαιό μας με τα άρθρα 1-32 του ν. 2533/1997. Ήδη και οι ως άνω διατάξεις του νόμου αυτού, όπως θα επισημανθεί παρακάτω, καταργούνται με το ν. 3606/2007 (άρθρο 85 παρ. 1 (ι)).

Τα ναυτιλιακά παράγωγα δεν περιλαμβάνονταν πάντως στον αρχικό ορισμό των παραγώγων του ν. 2533, όπως αυτός είχε αποτυπωθεί στην παράγραφο 19 του άρθρου 1 του σχετικού νόμου. Τούτο σημαίνει ότι υπήρχε περιορισμός ως προς την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση τέτοιων χρηματοπιστωτικών μέσων στη χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων, ήτοι στην αγορά του προβλεπόμενου από τον εν λόγω νόμο χρηματιστηρίου «Χ.Π.Α.» (Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών) [ήδη «Χ.Α.» (Χρηματιστήριο Αθηνών), μετά τη συγχώνευση με απορρόφηση του πρώτου από το δεύτερο]⁴⁶.

Στην έννοια των παραγώγων του νόμου αυτού εισήχθησαν τα ναυτιλιακά παράγωγα με το ν. 3371/2005. Συγκεκριμένα, με την παράγραφο 1 του άρθρου 50 του ν. 3371, με την οποία τροποποιήθηκε η παράγραφος 19 του άρθρου 1 του ν. 2533, ορίστηκαν ως χρηματιστηριακά παράγωγα (στο Χ.Π.Α.) μεταξύ άλλων και οι συμβάσεις παραγώγων επί ναύλων. Η ειδική αναφορά στην περίπτωση των εν λόγω συμβάσεων έδωσε έτσι από θεσμικής πλευράς τη δυνατότητα για εισαγωγή και διαπραγμάτευση ναυτιλιακών παραγώγων στην οικεία αγορά.

(γ) Τα παράγωγα του ν. 3606/2007. Ήδη, το νέο δίκαιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, του ν. 3606/2007, περιλαμβάνει ρητά τα ναυτιλιακά

⁴⁵ ΕΕ Νο L 141/27/11.6.1993. Ως προϊόντα του τραπεζικού τομέα τα παράγωγα είχαν επίσης προβλεφθεί με το ν. 2076/1992. Επισημαίνεται ότι ο νόμος αυτός ήδη καταργήθηκε με το ν. 3601/2007 στο πλαίσιο εναρμόνισης του δικαίου μας προς τις νέες διατάξεις της κοινοτικής τραπεζικής νομοθεσίας (βλ. Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου υπ' αριθμ. 2006/48/ΕΚ σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας από τα πιστωτικά ιδρύματα (L 177/30.6.2006) αλλά και Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου υπ' αριθμ. 2006/49/ΕΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων (L 177/30.6.2006)).

⁴⁶ Βλ. Χριστίνα Ι. Ταρνανίδου, Η οργανωμένη αγορά. Κοινοτικό δίκαιο και εθνική εναρμόνιση, 2008, σ. 57-58, όπου γίνεται σχετική ιστορική αναδρομή ως προς τα θέματα λειτουργίας της οικείας χρηματιστηριακής αγοράς παραγώγων.

παράγωγα στους ορισμούς των παραγώγων που προβλέπονται στο νόμο αυτό. Πρόκειται για το νόμο με τον οποίο εναρμονίστηκε το δίκαιό μας προς τις διατάξεις του νέου κοινοτικού δικαίου που ρυθμίζει τα θέματα των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων και γενικότερα τα θέματα των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, ήτοι της Οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/EOK και 93/6/EOK του Συμβουλίου και της οδηγίας 2001/12/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/EOK του Συμβουλίου⁴⁷, γνωστής ως MiFID [ακρωνύμιο του τίτλου της σχετικής Οδηγίας στην αγγλική: «Markets in Financial Instruments Directive»]. Ο νόμος αυτός, καταργώντας μεταξύ άλλων το προϋφιστάμενο δίκαιο ως προς τα παράγωγα, όπως είχε ως άνω διαμορφωθεί με τους νόμους 2396/1996 και 2533/1997, παρέχει τη δυνατότητα ίδρυσης και λειτουργίας πολυποίκιλων αγορών και σε ναυτιλιακά παράγωγα ως αναγνωρισμένα σήμερα σε πανευρωπαϊκό επίπεδο μέσα επένδυσης των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Στους ορισμούς των σχετικών παραγώγων υπάγονται έτσι σύμφωνα με την περίπτωση (ι) του άρθρου 5 του ν. 3606 τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου μέσου σχετιζόμενη μεταξύ άλλων με ναύλους που εκκαθαρίζονται υποχρεωτικά με ρευστά διαθέσιμα ή μπορούν να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους (αλλά όχι λόγω αδυναμίας πληρωμής ή άλλου γεγονότος που επιφέρει τη λύση της σύμβασης). Προκύπτει έτσι από τις παραπάνω διατάξεις ότι τα ναυτιλιακά παράγωγα αναγνωρίζονται και τυποποιούνται κατά το δίκαιο ως συμβάσεις παραγώγων διακανονιζόμενες μόνο χρηματικά (cash settled derivatives), δηλαδή ως συμβάσεις που στη νομική θεωρία ορίζονται ως συμβάσεις διαφοράς. Με βάση το στοιχείο αυτό, οι συμβάσεις ναυτιλιακών παραγώγων λειτουργούν ως συμβάσεις που αποβλέπουν στην καταβολή χρηματικών διαφορών και μόνον από τις μεταβολές των τιμών των ναύλων στους οποίους και αφορούν.

5. Μορφές εμφάνισης – ορισμοί

5.1. Συνηθέστερες μορφές εμφάνισης των ναυτιλιακών παραγώγων είναι οι προθεσμιακές συμβάσεις (futures, forwards) και οι συμβάσεις προαίρεσης (options), οι οποίες λειτουργούν τόσο ως εξωχρηματιστηριακές όσο και ως χρηματιστηριακές συμβάσεις. Τις συμβάσεις αυτές, όπως απαντώνται στη ναυτιλιακή πρακτική, εξετάζουμε στις §§ 7 και 8. Κοινό χαρακτηριστικό τους γνώρισμα είναι ότι αποτελούν συμβάσεις διαφοράς⁴⁸. Την ειδικότερη αυτή λειτουργία τους εξετάζουμε στην § 6.

Κατά το γενικό τους ορισμό, τα ναυτιλιακά παράγωγα ως προθεσμιακές συμβάσεις αποτελούν συμβάσεις με τις οποίες ο ένας συμβαλλόμενος αναλαμβάνει την υποχρέωση να πωλήσει και ο άλλος να αγοράσει, προθεσμιακά και συγκεκριμένα κατά την τυποποιημένη ημερομηνία λήξης της σύμβασης, την υποκείμενη αξία της (άλλως υποκείμενο στοιχείο) έναντι τιμήματος που προκαθορίζεται βάσει της τιμής

⁴⁷ EE No L 145/01/30.4.2004.

⁴⁸ Για τις συμβάσεις παραγώγων ως συμβάσεις διαφοράς, βλέπε *Ταρνανίδου*, Συμβάσεις Παραγώγων..., ό.π., σ. 44 επ.

στην οποία καταρτίζεται η σύμβαση⁴⁹. Αντίστοιχα, ως συμβάσεις προαίρεσης αποτελούν συμβάσεις με τις οποίες ο ένας συμβαλλόμενος, καλούμενος πωλητής του δικαιώματος, παραχωρεί (πωλεί) και ο άλλος, καλούμενος αγοραστής του δικαιώματος, αποκτά (αγοράζει) έναντι τιμήματος (premium), το οποίο καθορίζεται βάσει της τιμής κατάρτισης της σύμβασης, το δικαίωμα να αγοράσει από τον πωλητή του δικαιώματος (call option) ή να πωλήσει στον πωλητή του δικαιώματος (put option) την υποκείμενη αξία σε προκαθορισμένη τιμή, που καλείται τιμή άσκησης του δικαιώματος (strike price), ασκώντας το δικαίωμα αυτό έναντι του πωλητή εντός ή κατά τη λήξη ορισμένης προθεσμίας⁵⁰.

6. Τα ναυτιλιακά παράγωγα ως συμβάσεις διαφοράς

6.1. Έννοια. Οι συναλλαγές που διενεργούνται στον τομέα των ναυτιλιακών παραγώγων αποσκοπούν στην είσπραξη κέρδους από τις μεταβολές των τιμών των ναύλων και ειδικότερα από τις μεταβολές των τιμών των ναυτιλιακών δεικτών στους οποίους αφορούν κάθε φορά. Αυτοί οι δείκτες, όπως τυποποιούνται στην πράξη, αποτυπώνουν τις μεταβολές των τιμών των ναύλων σε σχέση με συγκεκριμένους θαλάσσιους προορισμούς. Πρόκειται για προορισμούς στους οποίους αφορούν κάθε φορά οι συμφωνίες ναύλωσης ή θαλάσσιας μεταφοράς πραγμάτων, τα χαρακτηριστικά των οποίων τυποποιούνται για παράδειγμα ανάλογα με το είδος του πλοίου, τη χωρητικότητά του, τον προορισμό που προγραμματίζεται αυτό να πραγματοποιήσει και άλλα.

Δεδομένου ότι η μεταβολή στις τιμές των ναύλων δεν αποτελεί μία προβλέψιμη κατάσταση, αλλά έχει ενδεχόμενο και άρα αβέβαιο χαρακτήρα, έπεται ότι τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις που προκύπτουν από τη σύμβαση ναυτιλιακού παραγώγου ως σύμβασης διαφοράς δεν μπορεί παρά να μην είναι εξ υπαρχής ορισμένα, αφού η γένεσή τους εξαρτάται από τη συντέλεση του γεγονότος της μεταβολής των τιμών. Ακολούθως, πραγματική εκπλήρωση στις αναφερόμενες συμβάσεις λαμβάνει χώρα μόνο σε περίπτωση τέτοιας μεταβολής. Διαφορετικά, οι εκατέρωθεν χρηματικές απαιτήσεις που προκύπτουν από τη σύμβαση καθίστανται απλά λογιστικά κονδύλια που εκκαθαρίζονται συμψηφιστικά.

6.2. Νομική φύση. Κύριο αντικείμενο των συμβάσεων ναυτιλιακών παραγώγων είναι, όπως καταδείχθηκε, η πληρωμή ή είσπραξη της εκάστοτε προκύπτουσας χρηματικής παροχής. Αν και οι εν λόγω συμβάσεις ορίζονται, στη συναλλακτική πρακτική, ως συμβάσεις πώλησης, συνομολογούμενες υπό προθεσμία ή και με διαπλαστικές εξουσίες προαίρεσης ανάλογα με την περίπτωση, ο χαρακτηρισμός τους ως τέτοιων δεν μπορεί να κυριολεκτείται. Κι αυτό, αφού εν προκειμένω δεν υπάρχουν τα στοιχεία της πώλησης «πράγματος» έναντι καταβολής του τιμήματος (AK513επ.), αλλά της καταβολής διαφοράς τιμών. Ερευνητέο είναι λοιπόν ποια η ειδικότερη νομική φύση τους.

⁴⁹ Swan-Kenna, ό.π., σ. 11 και 15· Hudson, ό.π., σ. 33· Διακόπουλο, ό.π., σ. 242-243· Ταρνανίδου, ό.π., σ. 57επ., 116 επ., 143 επ. και 151 επ.

⁵⁰ Hudson, ό.π., σ. 16-28· Swan-Kenna, ό.π., ιδίως σ. 15· John S. Walker, Over-the-Counter Options, Journal of International Banking and Financial Law (1989), σ. 411-413 (ιδίως σ. 411)· Για τις συμβάσεις προαίρεσης της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς βλέπε Π. Αλεξάκη, Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών και οι προοπτικές για τις τράπεζες, ΔΕΕΤ 17 (1999), σ. 35 επ. (ιδίως σ. 37-38)· Ταρνανίδου, Συμβάσεις Παραγώγων..., ό.π., σ. 158 επ.

(α) *Αποτύπωση τεχνικών γνωρισμάτων:* Κρίσιμο είναι να εξεταστεί πώς οριοθετείται στην πράξη το αντικείμενο της σύμβασης και πώς συσχετίζεται αυτό με την προθεσμιακή πώληση.

Με δεδομένο ότι υποκείμενη αξία της σύμβασης είναι ορισμένος ναυτιλιακός δείκτης, το συναλλακτικό ενδιαφέρον εκδηλώνεται στην αγορά (εξωχρηματιστηριακή ή χρηματιστηριακή) ως ενδιαφέρον αγοράς ή πώλησης της αξίας του δείκτη υπό προθεσμία, κατά την τυποποιημένη δηλαδή ημερομηνία λήξης, σε προκαθορισμένη τιμή. Αξιοσημείωτο είναι ότι οι τιμές στις συναλλαγές αυτές μπορούν, με βάση τα παραδείγματα που απαντώνται στην πράξη, να εκφράζονται σε δολάρια ανά ημέρα. Η περίπτωση απαντάται στις συναλλαγές ναυτιλιακών παραγώγων που έχουν ως υποκείμενη αγορά την αγορά χρονοναυλώσεων ιδίως ξυρού φορτίου⁵¹. Άλλοτε πάλι οι τιμές των σχετικών παραγώγων μπορεί να εκφράζονται σε δολάρια ανά μετρικό τόνο. Πρόκειται εν προκειμένω για τις αγορές παραγώγων που έχουν ως υποκείμενες αγορές τις ναυλαγορές δεξαμενόπλοιων (tanker)⁵², ιδίως τις περιπτώσεις ναύλωσης κατά ταξίδι.

Από τα χαρακτηριστικά αυτά προκύπτει ότι η σύμβαση γεννά εκατέρωθεν υποχρεώσεις καταβολής χρηματικών παροχών, όπου η μία λειτουργεί ως κύρια παροχή, εξαιρουμένων το αντικείμενο της πώλησης, και η άλλη ως αντιπαροχή της. Ειδικότερα, η μεν κύρια παροχή συνίσταται στην αξία μιας αποτιμητής σε χρήμα μεταβλητής, ήτοι της τιμής του δείκτη, η δε αντιπαροχή στο συμφωνηθέν τίμημα, όπως αυτό καθορίζεται βάσει της τιμής κατάρτισης της σύμβασης. Την κύρια παροχή οφείλει ο πωλητής, ο έχων θέση πώλησης (short position), όπως λέγεται στην οικονομική ορολογία, και την αντιπαροχή ο αγοραστής, ο έχων θέση αγοράς (long position).

Ανάλογα δε με τις μεταβολές των τιμών, στις οποίες αφορά κάθε φορά η σύμβαση, διαμορφώνονται και οι σχετικές υποχρεώσεις των μερών. Έτσι, σε περίπτωση κατά την οποία η τιμή του δείκτη:

- παραμένει σταθερή, καμία παροχή δεν θα οφείλεται, αφού οι εκατέρωθεν ίσης αξίας παροχές θα ικανοποιούνται στην περίπτωση αυτή συμψηφιστικά
- μεταβληθεί αυξητικά, η παροχή του πωλητή θα είναι μεγαλύτερη από αυτή του αγοραστή, οπότε ο πωλητής θα οφείλει να καταβάλει στον αγοραστή το ποσό της διαφοράς
- μεταβληθεί πτωτικά, η παροχή του αγοραστή θα είναι μεγαλύτερη από αυτή του πωλητή, οπότε ο αγοραστής θα οφείλει να καταβάλει στον πωλητή το ποσό της διαφοράς.

Η εν λόγω λειτουργία αποτυπώνει έτσι πλήρως τα χαρακτηριστικά της σύμβασης ναυτιλιακού παραγώγου ως σύμβασης διαφοράς, αφού καμία παροχή δεν καταβάλλεται στην περίπτωση των εν λόγω συμβάσεων παρά μόνο αυτή που αντανάκλα τη μεταβολή των σχετικών τιμών. Αυτή η παροχή καθίσταται λοιπόν για κάθε συμβαλλόμενο πληρωτέα ή εισπρακτέα, κατά τους χρόνους διακανονισμού της σύμβασης, αντιπροσωπεύοντας την αρνητική (ζημία) ή θετική (κέρδος) μεταβολή της αξίας των θέσεων του επ' αυτής.

(β) *Λειτουργικά γνωρίσματα:* Τα λειτουργικά χαρακτηριστικά της σύμβασης διαμορφώνονται με βάση την παραπάνω τεχνική αποτύπωσή της ως εξής:

α) *Αυτοτελείς παροχές:* Παρά το γεγονός ότι η εν λόγω προθεσμιακή σύμβαση είναι σύμβαση διαφοράς, γεννά εκατέρωθεν αυτοτελείς υποχρεώσεις προς καταβολή χρηματικών παροχών, οι οποίες τελούν σε διαρκή πλοκή και αλληλεξάρτηση.

⁵¹ Βλ. σχετικά στην ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου IMAREX http://www.imarex.com/imarex_markets/freight_derivatives/tanker_futures

⁵² ό.π.

β) *Κύρια παροχή - αντιπαροχή*: Η μεν παροχή που αντιπροσωπεύει την εις χρήμα αξία της υποκείμενης μεταβλητής, εν προκειμένω του δείκτη, αποτελεί την κύρια παροχή, ενώ η άλλη το αντάλλαγμα, το τίμημα που πρέπει να καταβληθεί για την απόκτησή της.

γ) *Η κύρια παροχή ειδικότερα*: Όπως προκύπτει από τον οικονομικό σκοπό της σύμβασης, ουσιαστικό περιεχόμενο της κύριας παροχής δεν είναι το χρήμα με την έννοια του μέτρου αξίας ή του μέσου κτήσεως αγαθού, αλλά η αξία μιας αποτιμητής σε χρήμα μεταβλητής, στην οποία αποβλέπουν τα μέρη και η τιμή της οποίας συμφωνείται από αυτά προθεσμακά. Αντικείμενο λοιπόν της παροχής είναι αυτή η αξία, εν προκειμένω ο ναυτιλιακός δείκτης ως μέγεθος αντιπροσωπευτικό των τιμών ναύλωσης των τυποποιημένων θαλάσσιων προορισμών (ναύλωσης-μεταφοράς πραγμάτων) που συμμετέχουν σε αυτόν, αξία η οποία αποκτά αγοραία τιμή ως υποκείμενη αξία παραγώγου και με την έννοια αυτή καθίσταται αντικείμενο συναλλαγών.

γ) *Λειτουργική θεώρηση - συσχέτιση με το συμβατικό τύπο της πώλησης*. Θα πρέπει λοιπόν να αναγνωρισθεί ότι στο πλαίσιο της διαμόρφωσης αγορών παραγώγων αναδεικνύονται νέες μορφές αντικειμένων συναλλαγής, όπως εν προκειμένω των δεικτών [άλλα συναφή παραδείγματα γενικά αποτελούν αυτά που αφορούν παράγωγα επί επίσημων οικονομικών στατιστικών, κλιματικών μεταβλητών, ποσοστών πληθωρισμού]⁵³, που αν και δεν συνιστούν αυτοτελή περιουσιακά αγαθά, αγαθά με αυτοτελή περιουσιακή υπόσταση, εντούτοις αποκτούν σύμφωνα με τις αντιλήψεις των συναλλαγών χρηματοοικονομική αξία. Η αξία αυτή αποτελεί τη βάση, την υποκείμενη όπως λέγεται αξία του παραγώγου, και ως τέτοια ανάγεται σε αντικείμενο συναλλαγής. Ακολούθως, ως προς την αξία αυτή ανοίγουν με τις συναλλαγές παραγώγων θέσεις αγοράς ή πώλησης, θέσεις δηλαδή που υποδηλώνουν το ενδιαφέρον αγοράς ή πώλησης, με την έννοια της κτήσης ή διάθεσης της αξίας αυτής σε προκαθορισμένο χρόνο και σε προκαθορισμένη τιμή. Η λειτουργία της σύμβασης λοιπόν, ως υπό προθεσμία πώλησης της αξίας ορισμένης αποτιμητής σε χρήμα μεταβλητής, αν και δεν εξισώνεται με τα χαρακτηριστικά του παραδοσιακού τύπου της σύμβασης πώλησης υπό προθεσμία, εντούτοις προσομοιάζει με αυτή στα εξής:

- Επιτελεί παρόμοια με την πώληση οικονομική λειτουργία, αφού με αυτή τα μέρη αποβλέπουν σε ορισμένο περιουσιακό στοιχείο, στη «χρηματοοικονομική αξία», προς την οποία κατευθύνεται το αγοραστικό-επενδυτικό ενδιαφέρον τους.

- Ορίζεται εξ υπαρχής ο τρόπος υπολογισμού της χρηματοοικονομικής αξίας, με μέθοδο αποτίμησης σε χρήμα της υποκείμενης του παραγώγου μεταβλητής. Κατά συνέπεια το αντικείμενο της κύριας παροχής είναι, κατά την κατάρτιση της σύμβασης, οριστό και πάντως διακριτό σύμφωνα με τις αντιλήψεις των συναλλαγών κατά τα λειτουργικά χαρακτηριστικά του και τον τρόπο εξατομίκευσής του.

- Συνομολογείται τίμημα έναντι της αξίας αυτής, το οποίο καθορίζεται κατά την κατάρτιση της σύμβασης.

- Συμφωνείται η κατάρτιση της σύμβασης ως πώληση ή αγορά. Στην πράξη, το συναλλακτικό ενδιαφέρον αγοράς ή πώλησης της αξίας του δείκτη δηλώνεται με πανηγυρικό τρόπο και πολλές φορές κατά τρόπο προδιατυπωμένο (trading rules), επιβεβαιώνοντας το υποστατό και αντιτάξιμο της σύμβασης ως τέτοιας.

Εξάλλου, η λειτουργία της σύμβασης ως σύμβασης διαφοράς δεν αναιρεί το χαρακτήρα της ως σύμβασης που έχει ως αρχική θεωρητική αφετηρία της την πώληση ορισμένης αποτιμητής σε χρήμα μεταβλητής (δείκτη). Κι αυτό, αφού η λειτουργία της σύμβασης ως σύμβασης διαφοράς είναι απόρροια της διασταύρωσης των εκατέρωθεν

⁵³ Βλ. σχετικά άρθρο 5 περ. (ι) του ν. 3606/2007.

χρηματικών παροχών, ήτοι της αξίας του δείκτη έναντι του τιμήματος κτήσης της, που παραπέμπει νοηματικά στο συμβατικό τύπο της πώλησης.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι η σύμβαση ναυτιλιακού παραγώγου αποτελεί μη επώνυμη, *suī generis* σύμβαση. Αν και δεν υπάγεται ευθέως στο συμβατικό τύπο της πώλησης, τελεί σε συγγενική σχέση με αυτόν, αφού, όπως καταδείχθηκε, θεωρητική αφετηρία της είναι η πώληση της αξίας ορισμένης αποτιμητής σε χρήμα μεταβλητής και ειδικότερα του ναυτιλιακού δείκτη που την εξατομικεύει κάθε φορά⁵⁴.

7. Τα ναυτιλιακά παράγωγα ως προθεσμιακές συμβάσεις

7.1. Στην οικονομική θεωρία, τα ναυτιλιακά παράγωγα ως προθεσμιακές συμβάσεις αποτελούν κατά το ειδικότερο περιεχόμενό τους συμφωνίες, υπό προθεσμία συνομολογούμενες, με αντικείμενο το διακανονισμό χρηματικών διαφορών που προκύπτουν από τις τιμές των ναύλων (*freight rates*), όπως αυτές διαμορφώνονται σε σχέση με συγκεκριμένες τυποποιημένες ποσότητες φορτίου (*cargo*) ή συγκεκριμένους τύπους σκάφους (*vessel*) και σε σχέση με συγκεκριμένες διαδρομές πλοίων (*shipping routes*) ιδίως ξυρού φορτίου ή δεξαμενόπλοιοι⁵⁵.

Προθεσμιακές συμβάσεις απαντώνται τόσο στις εξωχρηματιστηριακές όσο και στις χρηματιστηριακές αγορές ναυτιλιακών παραγώγων.

(α) Εξωχρηματιστηριακές ναυτιλιακές προθεσμιακές συμβάσεις (*Forward Freight Agreements*). Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων συμβάσεων είναι αυτές που καταρτίζονται μεταξύ των χρηματιστών της ένωσης FFABA που τελεί, όπως ειπώθηκε ήδη, υπό τη διαχείριση του Χρηματιστηρίου Baltic Exchange. Οι συμβάσεις αυτές συγκεντρώνουν τα εξής χαρακτηριστικά:

α. Αποτελούν αντικείμενο διμερών συμφωνιών που συνάπτονται μεταξύ των εν λόγω χρηματιστών είτε για λογαριασμό τρίτων είτε για ίδιο λογαριασμό⁵⁶.

β. Διαμορφώνονται ανάλογα με τις συναλλακτικές ανάγκες, τις οποίες καλούνται κάθε φορά να καλύψουν (*tailor-made derivatives*)⁵⁷, και όχι βάσει τυποποιημένων συναλλακτικών όρων και διαδικασιών. Ως τέτοιες, είναι φανερό ότι δεν εμφανίζουν τα χαρακτηριστικά αντικαταστατών μέσων (*non fungible*), δεν προσδιορίζονται δηλαδή στις συναλλαγές κατ' είδος και αριθμό, χαρακτηριστικά τα οποία απαντώνται, όπως θα καταδειχθεί πιο κάτω, στα χρηματιστηριακά παράγωγα. Ακολούθως, η κατάρτιση και πρόωρη λήξη των συμβάσεων, που παραπέμπουν κατά την οικονομική ορολογία στις έννοιες «ανοίγματος θέσης» και «κλεισίματος θέσης» γίνεται βάσει κατ' ιδίαν συμφωνιών και όχι με κανόνες αγοράς (*market rules*).

γ. Διέπονται από ειδικό πλαίσιο συμβατικών κανόνων που έχουν τη μορφή γενικών όρων συναλλαγών (ΓΟΣ)⁵⁸. Πρόκειται συγκεκριμένα για συμβάσεις-πλαίσιο

⁵⁴ Βλ. σχετικά συμπεράσματα *Ταρνανίδου*, Συμβάσεις Παραγώγων..., ό.π., σ. 59-63.

⁵⁵ *Nomikos-Alizadeh*, ό.π., σ. 703· *Kavussanos-Visvikis*, ό.π., σ. 234-239.

⁵⁶ Βλ. *The Baltic Exchange. Guide to Market Practice...*, ό.π., σ. 2-3.

⁵⁷ Για τη λειτουργία των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων ως συμβάσεων με μη τυποποιημένα χαρακτηριστικά προς εξυπηρέτηση μεμονωμένων επενδυτικών αναγκών, βλέπε *Hudson*, 31-32· *Ταρνανίδου*, ό.π., σ. 36 επ. και 143 επ.

⁵⁸ Για την έννοια των γενικών όρων συναλλαγών βλ. *Νικ. Σ. Παπαντωνίου*, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου (1983), §62, I, σ. 325-331· *Απ. Σ. Γεωργιάδη*, Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου (1997) σ. 357-362· *Α. Ε. Κοτσίρη*, Προς μιαν αντικειμενικήν περί γενικών εντύπων όρων θεωρίαν, ΕΕμπΔ 1962, σ. 129 επ.· *του ιδίου*, Σύγχρονα Προβλήματα Εμπορικού Δικαίου, Θέματα Δικαίου II (1995), σ. 749-755· *Κ. Παμπούκη*, Οι γενικοί όροι συναλλαγών και η προστασία των καταναλωτών, Αρμ. 1985, σ. 445 επ.· *Ι. Ρόκα*, Εμπορικό Δίκαιο, Γενικό Μέρος, Εμπορικές πράξεις, έμποροι, ρύθμιση κυριότερων εμπορικών δραστηριοτήτων, βιομηχανική ιδιοκτησία, ανταγωνισμός (1996), σ. 39-40.

που υιοθετούνται στις συναλλαγές χάριν ταχείας και ασφαλούς διεξαγωγής τους. Ειδικότερα, οι όροι των εν λόγω συναλλαγών, όπως απαντώνται μεταξύ άλλων και στη ναυτιλιακή πρακτική, διαρθρώνονται σε: γενικούς συμβατικούς όρους, που υπογράφονται συνήθως ως βασική συμφωνία της σχέσης των συμβαλλομένων πριν την κατάρτιση κατ' ιδίαν συναλλαγών ναυτιλιακών παραγώγων και σε ειδικά παραρτήματα (επιβεβαιωτικού ή τροποποιητικού χαρακτήρα των γενικών όρων), που εξαιρούν τα ουσιώδη στοιχεία (essentialia negotii) κάθε κατ' ιδίαν συναλλαγής ναυτιλιακού παραγώγου⁵⁹.

δ. Η κατάρτιση των συμβάσεων δεν υπόκειται κατά κανόνα σε ειδικές διατυπώσεις, μπορεί δε να συντελείται και προφορικά⁶⁰, ενώ η έγγραφη επιβεβαίωση της κατάρτισης της σύμβασης έχει αποδεικτικό και μόνο χαρακτήρα⁶¹.

ε. Η εκτέλεση των συμβάσεων βασίζεται σε ρήτρες διμερούς συμψηφισμού (bilateral netting)⁶². Πρόκειται για ρήτρες που αποσκοπούν στον περιορισμό του πιστωτικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, οι εν λόγω ρήτρες περιορίζουν τον κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου σε περίπτωση υπερημερίας, συγκεντρώνοντας την οφειλή του υπερήμερου έναντι του αντισυμβαλλομένου του στην καθαρή και μόνο χρηματική οφειλή του που ήθελε προκύψει από το σχετικό συμψηφισμό⁶³.

Εξωχρηματιστηριακές ναυτιλιακές προθεσμιακές συμβάσεις απαντώνται και σε άλλες μορφές, πέραν αυτών του FFABA. Στην πράξη αυτές εμφανίζουν παρόμοια χαρακτηριστικά με τα παραπάνω, αποτελούν όμως εξωχρηματιστηριακές συμφωνίες (OTC agreements) που μπορούν να καταρτίζονται από τους επαγγελματίες διαμεσολαβητές του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα (ιδίως τις επιχειρήσεις επενδύσεων – Ε.Π.Ε.Υ. και τα πιστωτικά ιδρύματα). Αυτές οι συμβάσεις συνήθως υπόκεινται στους παραπάνω όρους εκτέλεσης με διμερή συμψηφισμό, όπου ο ένας συμβαλλόμενος, ως πάροχος της υπηρεσίας επένδυσης σε παράγωγα (π.χ. πιστωτικό ίδρυμα), αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου-πελάτη του.

Οι αναφερόμενες συμβάσεις μπορούν πάντως να υπάγονται και σε διαδικασίες οργανωμένης εκκαθάρισης. Αυτή η πρακτική απαντάται σήμερα στο αγγλοσαξωνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπου από το 2005 το LCH.Clearnet έχει αναλάβει, όπως ήδη αναφέρθηκε, δραστηριότητες εκκαθάρισης και σε αυτό τον τομέα. Βασικά χαρακτηριστικά των συμβάσεων που υπάγονται σε μηχανισμούς οργανωμένης εκκαθάρισης αυτού του τύπου είναι τα εξής:

α. Ο φορέας εκκαθάρισης, που λειτουργεί κατά κανόνα ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος (central counterparty), αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο στις σχετικές συναλλαγές.

β. Η εκκαθάριση λειτουργεί με βάση τις αρχές του πολυμερούς συμψηφισμού (multilateral netting)⁶⁴. Ο σχετικός συμψηφισμός καλείται πολυμερής, αφού

⁵⁹ Για τις συμβάσεις πλαίσιο των εξωχρηματιστηριακών παραγώγων γενικά, βλέπε *Hudson*, ό.π., σ. 106 επ. και σ. 361-377.

⁶⁰ Βλ. σχετικά *The Baltic Exchange. Guide to Market Practice...*, ό.π., σ. 4.

⁶¹ Βλ. *Ταρνανίδου*, Συμβάσεις Παραγώγων..., ό.π., σ. 64 επ.

⁶² Βλ. *Hudson*, ό.π., σ. 109, 288 επ. *Ταρνανίδου*, ό.π.

⁶³ Για τη λειτουργία του εκκαθαριστικού συμψηφισμού στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, βλέπε *Hendrik Haag*, The validity of netting and close-out agreements in Germany, *EFSL Aug/Sept* (1996), σ. 225 επ.· *Peter Levin, Jordan Luke, Pimkao Sundaravej*, Recent Developments affecting US financial derivatives, *International Financial law Review*, Nov. (1994), σ. 10 επ. (ιδίως σ. 12)· *Schuyler K. Henderson*, Termination Netting of Derivatives: The need for certainty, 1997, σ. 4-5· *Χρ. Βλ. Γκόρτσο*, Πιστωτικός κίνδυνος από θέσεις σε εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα μέσα, *ΔΕΕΤ* 21-22 (2000), σ. 84 επ, ιδίως σ. 93.

⁶⁴ Για τη λειτουργία του πολυμερούς συμψηφισμού κατά την εκκαθάριση των συναλλαγών που συντελείται μέσω φορέα εκκαθάρισης-κεντρικού αντισυμβαλλομένου βλ. *Hudson*, ό.π., σ. 295 (διαδικασίες αγγλικού συστήματος)· *Joanna Benjamin*, *Interests in Securities. A Proprietary Law*

συντελείται μεταξύ πλειόνων συμμετεχόντων και ειδικότερα μεταξύ του φορέα και των συμμετεχόντων στην εκκαθάριση μελών του. Βασικός όρος είναι ότι οι πάσης φύσεως απαιτήσεις μεταξύ κάθε συμμετέχοντος στην εκκαθάριση και των υπολοίπων συμμετεχόντων μπορούν να καταστούν αντικείμενο συμψηφισμού με την παρεμβολή του κεντρικού αντισυμβαλλομένου, με αποτέλεσμα κάθε συμμετέχων να οφείλει τελικώς ή να του οφείλεται μόνον η διαφορά που προκύπτει από το συμψηφισμό των εκατέρωθεν ανταπαιτήσεων⁶⁵. Οι διαδικασίες του εν λόγω συμψηφισμού επιφέρουν επίσης ανανεωτικά αποτελέσματα (novation netting ή netting-by-novation) στις συμβάσεις που εκκαθαρίζονται βάσει αυτών⁶⁶. Ειδικότερα, η σύμβαση ανανεώνεται (ΑΚ436) προκειμένου να παρεμβληθεί ο φορέας εκκαθάρισης ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος μεταξύ των αρχικών συμβαλλομένων. Με την ανανέωση η αρχικώς καταρτισθείσα σύμβαση καταργείται και αντικαθίσταται, για τις ανάγκες παρεμβολής του κεντρικού αντισυμβαλλομένου, από δύο ομοιόμορφου περιεχομένου συμβάσεις όπου οι υποχρεώσεις του -και τα αντίστοιχα δικαιώματά του- από τη μία σύμβαση είναι αντίστροφες ως προς τις υποχρεώσεις του από την άλλη. Πρόκειται λοιπόν για μια ιδιαίτερη περίπτωση συμβατικής ανανέωσης, η οποία έχει ως αντικείμενο τη μεταβολή του προσώπου του δανειστή έναντι του οφειλέτη και αντίστροφα, προς το σκοπό επέλευσης των εννόμων αποτελεσμάτων της παρεμβολής του φορέα εκκαθάρισης ως κεντρικού αντισυμβαλλομένου μεταξύ αυτών. Η ανανέωση αυτή λειτουργεί δε ως αναγκαίο προστάδιο για την εκκαθάριση της σύμβασης, την εκπλήρωση δηλαδή των υποχρεώσεων και αντιστοίχων δικαιωμάτων που απορρέουν από αυτή.

γ. Για την κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνει (π.χ. πιστωτικό κίνδυνο, αγοραίο κίνδυνο κλπ.) από την άσκηση των δραστηριοτήτων εκκαθάρισης, ο φορέας εκκαθάρισης υιοθετεί συγκεκριμένες διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου (risk management)⁶⁷. Μεταξύ άλλων θέτει ειδικά κριτήρια επαγγελματικότητας για τα μέλη του, απαιτεί τη λήψη ασφαλειών (margins) και εφαρμόζει ρήτρες εκκαθαριστικού συμψηφισμού (close out netting), για τις οποίες γίνεται λόγος παρακάτω, με σκοπό την αντιμετώπιση καταστάσεων υπερημερίας ή αφερεγγυότητας των συμμετεχόντων στην εκκαθάριση μελών του⁶⁸.

Analysis of the International Securities Markets (2000), σ. 22-23 και 175 επ. (διαδικασίες αμερικανικού συστήματος)· *BIS*, Report on Netting Schemes (1989), σ. 6, 17 επ.· *BIS*, Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten countries (1990), σ. 9 §§ 2.9 και 2.11.

⁶⁵ Βλ. *Philip Wood*, Principals of Netting in Financial and Commodities Markets, σ. 155 επ, ιδίως 176. Για τη διαδικασία του πολυμερούς συμψηφισμού γενικά ως μέτρου μείωσης του συστημικού κινδύνου, βλέπε *Paolo Clarotti*, EU directives and the impact of netting, *Journal of Financial Regulations and Compliance* (1997), Vol. 5, No. 2, σ. 154-162, ιδίως σ. 161-162.

⁶⁶ Για την εφαρμογή των σχετικών διαδικασιών στις αγορές ή συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, βλέπε *Committee on Payment and Settlement Systems, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Recommendations for Central Counterparties (Nov. 2004), σ. 19 (§ 4.1.2) και σ. 72, όπου και παρατίθεται σχετικός ορισμός του novation σύμφωνα με τον οποίο νοείται ως «novation: a process through which the original obligation between the buyer and the seller is discharged through the substitution of a CCP as seller to the buyer and buyer to the seller, creating two new contracts»· *EACH*, Standards of Risk Management Controls used by Central Counterparty Clearing Houses, (Nov. 2001), σ. 3.

⁶⁷ Βλ. γενικά για τους κινδύνους που αναλαμβάνουν τα συστήματα κεντρικού αντισυμβαλλομένου, *Ruben Lee - Oxford Financial Group*, Central Counter-Parties and the Stock Exchange Industry, *International Federation of Stock Exchanges (FIBV)* (2001), σ. 5-6.

⁶⁸ Για τα θέματα διαχείρισης κινδύνου σε συστήματα κεντρικών αντισυμβαλλομένων βλέπε *Committee on Payment and Settlement Systems. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Recommendations for Central Counterparties (Nov. 2004)· *Committee of European Securities Regulators – European Central Bank*, Standards for Securities

Οι εξωχρηματιστηριακές ναυτιλιακές προθεσμιακές συμβάσεις λειτουργούν, όπως ειπώθηκε, ως συμβάσεις σχετιζόμενες με τις τιμές των ναύλων. Ειδικότερα, στην πράξη οι εν λόγω συμβάσεις σχετίζονται με τις διαδρομές πλοίων που συμμετέχουν στους αναγνωρισμένους δείκτες του Baltic Exchange, αποτυπώνοντας τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές τιμές ναύλωσης των εν λόγω διαδρομών. Συνήθως η λειτουργία τους αφορά τις αγορές χρονοναύλωσης ή ναύλωσης κατά ταξίδι ξυρού φορτίου⁶⁹. Ως συμβάσεις διαφοράς εκτελούνται μόνο χρηματικά επί τη βάση των διαφορών μεταξύ της τιμής κατάρτισης της σύμβασης και της τιμής διακανονισμού.

Παράδειγμα εξωχρηματιστηριακής ναυτιλιακής προθεσμιακής σύμβασης: Τον Ιούλιο του 2001, ο πλοιοκτήτης Α αποφασίζει όπως προβεί στη χρονοναύλωση πλοίου του τον Αύγουστο του 2001 για την πραγματοποίηση διαδρομής από την Ευρώπη στην Άπω Ανατολή. Εκτιμά όμως ότι κατά την περίοδο κατά την οποία θα συναφθεί η συμφωνία εκναύλωσης, ήτοι τον Αύγουστο, η κίνηση των σχετικών τιμών θα είναι πτωτική. Για την κάλυψη αυτού του κινδύνου αποφασίζει να προβεί στην πώληση αντιστοίχων προθεσμιακών συμβολαίων-FFAs, που προσδιορίζονται στις συναλλαγές ως συμβόλαια Route 2A (Continent-Far East trip time-charter), λήξης Αυγούστου 2001. Η τιμή διακανονισμού των συμβολαίων συμφωνείται να ορίζεται ως ο μηνιαίος μέσος όρος των διαδρομών Route 2A για τον Αύγουστο με βάση υπολογισμού τη διάρκεια του σχετικού ταξιδιού που τυποποιείται σε 60 ημέρες. Στις 2 Ιουλίου του 2001 η διαδρομή Route 2A ανέρχεται σε 11,158\$/ανά ημέρα και η Route FFA σε 10,050\$/ανά ημέρα. Είναι φανερό λοιπόν ότι τα συμβόλαια FFA σε σχέση με την υποκείμενη αγορά τυγχάνουν διαπραγματεύσεως σε χαμηλότερες τιμές, διαγράφοντας την τάση της αγοράς για υποτίμηση των τιμών των ναύλων κατά την περίοδο αναφοράς Ιουλίου-Αυγούστου. Με βάση τις ως άνω τιμές των FFAs, η προσδοκώμενη τιμή των ναύλων για τη σχετική περίοδο υπολογίζονται σε \$603.000 (=10.050\$/ανά ημέρα*60 ημέρες). Ο Α λοιπόν, θεωρώντας την τιμή αυτή δελεαστική, προβαίνει στην πώληση FFAs του τύπου αυτού για την αντιστάθμιση του αγοραίου κινδύνου (πτώσης των τιμών) σε σχέση με την εκναύλωση. Κατά το χρόνο σύναψης της συμφωνίας, στις 31 Αυγούστου, οι τιμές στην «αγορά panamax» διαγράφουν πτώση και τα επίπεδα τιμών ανέρχονται στα 7.483\$/ανά ημέρα. Ο Α προχωρεί στη σύναψη της συμφωνίας χρονοναύλωσης στις εν λόγω τιμές, εισπράττοντας \$448.980 (=7.483\$/ανά ημέρα*60 ημέρες) γεγονός που σημαίνει ότι σε σχέση με τις τιμές του Ιουλίου τα έσοδά του εμφανίζουν μείωση της τάξης των \$154.020 (\$603.000-\$448.980). Κατά τον ίδιο χρόνο εμφανίζουν πτωτική κίνηση και οι τιμές των FFAs. Η τιμή διακανονισμού των FFAs ανέρχεται στα 7.545\$/ανά ημέρα. Ως εκ τούτου η θέση του στα FFAs καθίσταται επικερδής και συγκεκριμένα το κέρδος του ανέρχεται σε \$150.300 (=10.050-7.545)*60). Συγκρίνοντας τη ζημία του στην υποκείμενη αγορά σε σχέση με τη συμφωνηθείσα χρονοναύλωση (\$154.020) και το κέρδος του από την προθεσμιακή αγορά των FFAs, καθίσταται σαφές ότι η τελική ζημία του περιορίζεται στα \$3.720. Παρατίθεται πίνακας για την καλύτερη κατανόηση των οικονομικών όρων της συναλλαγής⁷⁰.

Πίνακας - Παράδειγμα δίμηνης αντιστάθμισης για περίοδο από 2 Ιουλίου μέχρι 31 Αυγούστου

Υποκείμενη Αγορά	Προθεσμιακή Αγορά
2 Ιουλίου 2001	
Route 2A-τιμές ναύλων: 11.158\$/ανά ημέρα	Route 2A Αύγουστος 2001 FFA: 10.050\$/ανά ημέρα
Κόστος ναύλου: \$669.480 (=11.158*60ημέρες)	Προσδοκώμενες τιμές: \$603.000(=10.050*60ημέρες)
Ο πλοιοκτήτης Α πουλάει FFA συμβόλαια Αυγούστου 2001	
31 Αυγούστου 2001	

Clearing and Settlement in the European Union (Sept. 2004 Report), σ. 30 και 65· *Richard Dale*, Risk Management in US Derivatives Clearing Houses, σ. 101 επ. (ιδίως σ. 102 επ.) στο *Issues in Derivative Instruments* (1999), Edward J. Swan (έκδ.)· *του ιδίου*, Derivatives Clearing Houses: The Regulatory Challenge, *Journal of International Banking Law* 2 (1997), σ. 46 επ., ιδίως σ. 47-48.

⁶⁹ *Kavoussanos-Visvikis*, ό.π., σ. 234-236· *Nomikos-Alizadeh*, ό.π., σ. 703.

⁷⁰ Βλ. σχετικά παραδείγματα *Nomikos-Alizadeh*, ό.π., σ. 705-707.

Route 2A-τιμές ναύλων: 7.483\$/ανά ημέρα Πραγματικό κόστος ναύλου: \$448.980	Διακανονισμός FFAs Αυγούστου 2001: 7.545\$/ανά ημέρα
Ζημία στην υποκείμενη αγορά: \$448.980-\$603.000=-\$154.020	Κέρδος από την FFA συναλλαγή: (10.050-7.545)*60=\$150.300
Καθαρό αποτέλεσμα αντιστάθμισης= -\$3.720	

(β) Χρηματιστηριακές ναυτιλιακές προθεσμιακές συμβάσεις (Forward Freight Agreements). Πρόκειται για τις συμβάσεις παραγώγων που καθίστανται αντικείμενα συναλλαγών σε χρηματιστηριακή αγορά. Ένα από τα χαρακτηριστικότερα παραδείγματα τέτοιων συμβάσεων αποτελούν οι ναυτιλιακές προθεσμιακές συμβάσεις του Χρηματιστηρίου IMAREX. Οι εν λόγω συμβάσεις συγκεντρώνουν τα εξής χαρακτηριστικά:

α. Ως χρηματιστηριακά παράγωγα φέρουν τυποποιημένα χαρακτηριστικά (standardized derivatives) (π.χ. αναφορικά με το υποκείμενο στοιχείο του συμβολαίου, το μέγεθος του, τον τρόπο διακανονισμού, την τιμή διαπραγμάτευσης, την ημερομηνία λήξης, την τιμή διακανονισμού κλπ.) που προκαθορίζουν τους όρους βάσει των οποίων διεξάγονται χρηματιστηριακώς οι επ' αυτών συναλλαγές. Στη συναλλακτική πρακτική τα εν λόγω χαρακτηριστικά καλούνται «*χαρακτηριστικά εισαγωγής προς διαπραγμάτευση*» (listing specifications), ενώ τα παράγωγα που εισάγονται στη χρηματιστηριακή αγορά βάσει των χαρακτηριστικών αυτών καλούνται εισηγμένα παράγωγα (listed derivatives). Η αναγωγή τους σε τυποποιημένα μέσα συναλλαγής προσδίδει σε αυτά χαρακτηριστικά αντικαταστατών μέσων (fungible assets). Ως τέτοια μέσα μπορούν λοιπόν να προσδιορίζονται στις συναλλαγές κατ' είδος και αριθμό και άρα να αποτελούν αντικείμενα συναλλαγής και εμπορίας⁷¹.

β. Η κατάρτιση των συμβάσεων λαμβάνει χώρα βάσει προδιατυπωμένων κριτηρίων συναλλαγής που τίθενται με τους οικείους χρηματιστηριακούς κανόνες⁷². Συνεπώς, για την κατάρτισή τους οι συμβάσεις υπάγονται σε στάδιο διαπραγμάτευσης που επιτρέπει την αλληλεπίδραση πλειόνων συμφερόντων συναλλαγής.

γ. Στις διαδικασίες κατάρτισης συμμετέχουν μόνο τα μέλη της οικείας χρηματιστηριακής αγοράς, ήτοι πρόσωπα που πληρούν προς τούτο συγκεκριμένα κριτήρια επαγγελματικότητας.

δ. Η εκτέλεση των συμβάσεων υπάγεται σε διαδικασίες οργανωμένης εκκαθάρισης. Στην οικεία αγορά, όπως ήδη ειπώθηκε, η εκκαθάριση διεξάγεται σήμερα από το ίδιο το Χρηματιστήριο IMAREX υπό την ιδιότητα του ως κεντρικού αντισυμβαλλομένου (NOS ASA). Η λειτουργία της εκκαθάρισης εμφανίζει παρόμοια χαρακτηριστικά με αυτά που εξετάστηκαν παραπάνω (υπό 7.1, (α)) για την περίπτωση της εκκαθάρισης που διενεργεί το LCH.Clearnet. Ο φορέας δηλαδή αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο στις συναλλαγές ως αντισυμβαλλόμενος και εφαρμόζει διαδικασίες πολυμερούς εκκαθάρισης και ρήτρες εκκαθαριστικού συμψηφισμού για την ασφαλή ολοκλήρωσή της.

Επιπλέον, ως χρηματιστηριακή σύμβαση παραγώγου, η ναυτιλιακή προθεσμιακή σύμβαση έχει ως ιδιαίτερο γνώρισμα ότι συνομολογείται με όρους ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού. Ειδικότερα, κατά τους όρους αυτούς, οι ανοικτές θέσεις της σύμβασης υπόκεινται σε διαδικασίες ημερήσιας αποτίμησης στις τρέχουσες αγοραίες τιμές (mark-to-market), στην τιμή όπως λέγεται, διακανονισμού, ενώ οι χρηματικές διαφορές που προκύπτουν από την τυχόν μεταβολή της αξίας των θέσεων,

⁷¹ Βλ. σχετική ανάλυση *Ταρνανίδου*, Συμβάσεις Παραγώγων..., ό.π., σ. 20-26.

⁷² Βλ. §4.2.5 και επ. Rulebook for Trading at IMAREX – International Maritime Exchange ASA στην ιστοσελίδα <http://www.imarex.com>.

μεταξύ προηγούμενης και τρέχουσας αποτίμησης, διακανονίζονται χρηματικά (settle-to-market). Από νομικής σκοπιάς, συνέπεια της ημερήσιας αποτίμησης στην τιμή διακανονισμού και του απαιτητού των χρηματικών διαφορών που προκύπτουν από τις μεταβολές στην αξία των ανοικτών θέσεων είναι ότι οι ανοικτές θέσεις ανανεώνονται βάσει της εν λόγω τιμής. Συγκεκριμένα, λήγουν και ανανεώνονται σε ημερήσια βάση στην ημερήσια τιμή διακανονισμού. Αυτή η λειτουργία, στη νομική της διάσταση, ισοδυναμεί με λήξη και ανανέωση της προθεσμιακής σύμβασης σε ημερήσια βάση. Υπό την έννοια αυτή, η σύμβαση μετεξελίσσεται καθ' όλη τη λειτουργία της σε αλληλοδιαδεχόμενες, ανά ημέρα αποτίμησης, προθεσμιακές συμβάσεις, οι οποίες υπάγονται σε οικονομικούς όρους ανάλογους της εκάστοτε αποτίμησης.

Κατά τα λοιπά η χρηματιστηριακή ναυτιλιακή προθεσμιακή σύμβαση έχει τα αυτά εννοιολογικά γνωρίσματα με αυτή που καταρτίζεται εξωχρηματιστηριακά. Παραδείγματα τέτοιων συμβάσεων αντλούνται από τη χρηματιστηριακή πρακτική του IMAREX.

Χαρακτηριστική είναι στον τομέα αυτό η προθεσμιακή αγορά που αφορά χρονοναυλώσεις και ναυλώσεις κατά ταξίδι δεξαμενόπλοιων. Εν προκειμένω, τα συμβαλλόμενα μέρη αποβλέπουν σε ορισμένη προθεσμιακή συναλλαγή σε μονάδες του δείκτη Worldscale που σχετίζεται με προκαθορισμένη διαδρομή δεξαμενόπλοιου και χρονική περίοδο αναφοράς και καταρτίζεται σε προκαθορισμένη τιμή. Πρόκειται από συναλλακτικής σκοπιάς για το ισοδύναμο της αγοράς ή πώλησης της χρηματικής αξίας του δείκτη σε προκαθορισμένη τιμή. Στην περίπτωση αυτή, ως πληρωτέα ή εισπρακτέα χρηματική παροχή για κάθε συμβαλλόμενο είναι η παροχή που αντιστοιχεί στην αρνητική ή θετική μεταβολή της αξίας των θέσεων του επί των σχετικών προθεσμιακών συμβολαίων, όπως υπολογίζεται με βάση τις τιμές διακανονισμού αυτών⁷³. Τα στοιχεία τυποποίησης των εισηγμένων συμβολαίων καθιστούν σαφές ότι και εν προκειμένω πρόκειται για συμβάσεις διαφοράς, με τις οποίες αποτυπώνονται εκτιμήσεις για τις μελλοντικές τιμές των ναύλων εκφραζόμενες σε μονάδες του δείκτη Worldscale που αφορούν σε δεξαμενόπλοια συγκεκριμένου τύπου και χωρητικότητας (π.χ. TD7 Aframax, North Sea-Continent, 80.000mt) προοριζόμενα για συγκεκριμένες διαδρομές. Οι ενδιαφερόμενοι αγοράζουν και

⁷³ Βασικά στοιχεία τυποποίησης των χαρακτηριστικών εισαγωγής των σχετικών παραγώγων προς διαπραγμάτευση στην αγορά του IMAREX είναι (Product Specification, ό.π., σ. 8) τα εξής:

Υποκείμενο στοιχείο	Δείκτης σχετικών διαδρομών (π.χ. TD7 Aframax, North Sea-Continent, 80.000mt, TD8, Aframax, Kuwait-Singapore, 80.000mt κλπ.) Panamax (242:P3A, Panamax, T/C S.Korea-Japan Pacific R/V)
Σταθερή τιμή (flat rate)	Όπως δημοσιεύεται από τους Worldscale οργανισμούς.
Τιμή διαπραγμάτευσης	Μονάδες του δείκτη Worldscale
Ελάχιστη τιμή διαπραγμάτευσης	0,25 μονάδες του δείκτη Worldscale
Αξία συμβολαίου	Συμβόλαια*μέγεθος συμβολαίου*Worldscale σταθερή τιμή*(Worldscale μονάδες/100)
Περίοδος παράδοσης	Υπάρχουν συμβόλαια μηνιαίας, τριμηνιαίας και ετήσιας παράδοσης που το κάθε ένα καθορίζει ειδικά την περίοδο λήξης (π.χ. στα μηνιαία συμβόλαια ως περίοδος λήξης ορισμένου μήνα ορίζεται η περίοδος από την πρώτη μέχρι και την τελευταία ημέρα υπολογισμού του δείκτη (INDEX day) του σχετικού μήνα).
Ημέρα τελικού διακανονισμού	Τελευταία ημέρα της περιόδου παράδοσης.
Τιμή διακανονισμού	Ο αριθμητικός μέσος όρος των τρεχουσών τιμών του δείκτη για το διάστημα ημερών της περιόδου λήξης.
Μέγεθος συμβολαίου	Διακυμαίνεται ανάλογα με την περίοδο παράδοσης (π.χ. για τα μηνιαία συμβόλαια το μέγεθος είναι 1000mt, για τα τριμηνιαία 3.000mt κλπ.).

πωλούν το χρηματικό ισοδύναμο του δείκτη (flat rate) σε συγκεκριμένη τιμή (μονάδες Worldscales) κατά ποσότητα μετρικών τόνων που αντιπροσωπεύει το μέγεθος της χωρητικότητας του πλοίου και κατ' επέκταση της συναλλαγής τους. Ανάλογα με τη διακύμανση του δείκτη, ο κάθε συμβαλλόμενος στο προθεσμιακό συμβόλαιο εισπράττει ή καταβάλλει, μέσω του χρηματιστηριακού μηχανισμού του IMAREX, ως διαφορά τιμής το κέρδος ή τη ζημία του που προκύπτει από την προθεσμιακή συναλλαγή επί του σχετικού συμβολαίου.

8. Τα ναυτιλιακά παράγωγα ως συμβάσεις προαίρεσης

8.1. Γενικά λειτουργικά χαρακτηριστικά. Ναυτιλιακά παράγωγα απαντώνται, στην εξωχρηματιστηριακή και χρηματιστηριακή πρακτική, και με τη μορφή συμβάσεων προαίρεσης (options)⁷⁴. Πρόκειται για συμφωνίες που έχουν ως αντικείμενο την παραχώρηση, και κατά τους όρους που χρησιμοποιούνται στη συναλλακτική πρακτική, την πώληση ορισμένου δικαιώματος προαίρεσης⁷⁵. Το δικαίωμα δε αυτό παρέχει εν προκειμένω διαπλαστική εξουσία για την κατάρτιση υπό προθεσμία ορισμένης σύμβασης με αντικείμενο την καταβολή διαφοράς τιμής καθοριζόμενης σε σχέση με τις μεταβολές των τιμών των ναύλων.

8.2. Παράδειγμα ναυτιλιακής σύμβασης προαίρεσης⁷⁶. Τον Απρίλιο του 2001 η εταιρία εμπορίας προϊόντων X προβαίνει στην πώληση 70.000 τόνων κάρβουνου σε παραλήπτες στην Ευρώπη. Ο απόπλους συμφωνείται να πραγματοποιηθεί στα τέλη του Οκτώβρη και με βάση τη συμφωνία ο πωλητής του φορτίου φέρει την ευθύνη για τα έξοδα μεταφοράς. Το φορτίο πρόκειται να μεταφερθεί από την Richard Bay της Νοτίου Αφρικής. Η εταιρία X εκτίθεται έτσι σε αγοραίο κίνδυνο, με δεδομένο ότι τυχόν αύξηση στις τιμές των ναύλων θα σημάνει αύξηση του αναλαμβανόμενου από αυτή βάσει της συμφωνίας κόστους μεταφοράς. Η τρέχουσα τιμή στη σχετική διαδρομή Route A1 του δείκτη BPI ανέρχεται σε 7.26US\$/tonnes. Εάν λοιπόν οι ναυλωτές ναύλωναν το πλοίο άμεσα, τα έξοδα ναύλου που θα πλήρωναν θα ήταν της τάξης των \$508.200 (=7.26\$/tonne*70.000tonnes). Για την κάλυψη του σχετικού ναυτιλιακού αγοραίου κινδύνου, οι ναυλωτές αποφασίζουν να προβούν στην αγορά «δικαιωμάτων αγοράς» (call options) Οκτωβρίου 2001 της διαδρομής Route A1 του δείκτη BPI. Συγκεκριμένα, η συναλλαγή καταρτίζεται έναντι τιμήματος (premium) 60cents/tonne και με τιμή άσκησης 7.5\$/tonne. Συνεπώς, οι ναυλωτές καταβάλλουν ως συνολικό τίμημα για την αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσης το ποσό των \$42.000 (=0,60*70.000). Τον Οκτώβρη του 2001, οπότε και προσδιορίζεται η τιμή του ναύλου, οι τιμές της αγοράς για το συγκεκριμένο ναύλο ανέρχονται στα 4,86\$/tonne, γεγονός που σημαίνει ότι οι εν λόγω τιμές εμφανίζουν πτώση σε σχέση με την περίοδο κατάρτισης της συμφωνίας (Οκτώβρης 2001). Η τιμή του ναύλου καθορίζεται λοιπόν με βάση τις εν λόγω αγοραίες τιμές και άρα τα σχετικά έξοδα των ναυλωτών ανέρχονται στα \$340.200 (=4,86*70.000), ήτοι είναι κατά \$168.000 λιγότερα σε σχέση με αυτά που θα πλήρωναν εάν συνομολογούσαν το ναύλο τον Απρίλη στην τιμή των 7,26\$/tonne (\$508.200-\$340.200=\$168.000). Με δεδομένο λοιπόν ότι η τιμή άσκησης (strike price) των δικαιωμάτων αγοράς είναι μεγαλύτερη από την τρέχουσα τιμή κατά τη λήξη του δικαιώματος (7,50>4,86) οι ναυλωτές δεν προβαίνουν στην άσκηση των σχετικών δικαιωμάτων. Συγκρίνοντας το κόστος του τιμήματος (premium) που πληρώθηκε για την αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσης σε σχέση με τα συνολικά έξοδα ναύλου των ναυλωτών, προκύπτει όπως αποτυπώνεται και στο σχετικό πίνακα που παρατίθεται παρακάτω, ότι το συνολικό κόστος τους ανέρχεται στα \$382.000 (\$340.200+\$42.000).

⁷⁴ Η αγορά των δικαιωμάτων προαίρεσης ως μηχανισμού αντιστάθμισης κινδύνου και κερδοσκοπίας στον τομέα της ναυτιλίας άρχισε να λειτουργεί το 1990 με τη χρήση των συμβολαίων προαίρεσης BIFFEX. Η αγορά αυτή έπαυσε να λειτουργεί τον Απρίλιο του 2002. Παρόλα αυτά, ναυτιλιακές συμβάσεις προαίρεσης στον εξωχρηματιστηριακό τομέα (OTC), αλλά και χρηματιστηριακά (βλ. IMAREX) απαντώνται συχνά στην πράξη. Για τα θέματα αυτά, βλέπε *Nomikos-Alizadeh*, ό.π., σ. 708-709.

⁷⁵ Για τη λειτουργία των συμβάσεων προαίρεσης ως κατηγορίας συμβάσεων παραγώγων του χρηματοπιστωτικού τομέα, βλέπε *Ταρνανίδου*, *Συμβάσεις Παραγώγων...*, ό.π., σ. 158-237.

⁷⁶ Βλ. σχετικό παράδειγμα *Nomikos-Alizadeh*, ό.π., σ. 710-711.

Προκειμένου να καταδειχθεί η συναλλακτική ευελιξία που παρέχει η χρήση των δικαιωμάτων προαίρεσης, εξετάζουμε τι θα είχε συμβεί στη θέση αντιστάθμισης που έλαβαν με τη χρήση τους οι ναυλωτές, εάν οι τιμές των ναύλων κινούνταν τελικώς κατά τον Οκτώβρη ανοδικά, π.χ. στα 9,5\$/tonne. Σε αυτή την περίπτωση οι ναυλωτές θα ασκούσαν προφανώς τα σχετικά δικαιώματα, αποκομίζοντας το σχετικό κέρδος και έχοντας ως αποτέλεσμα αντιστάθμισης το αναφερόμενο στον ακόλουθο πίνακα.

Συμπερασματικά, η περίπτωση χρήσης των παραπάνω δικαιωμάτων προαίρεσης ως μέσου αντιστάθμισης έναντι των ναυτιλιακών αγοραίων κινδύνων λειτουργεί ως εξής: Εάν η τρέχουσα τιμή (spot price) κατά τη λήξη τους είναι μεγαλύτερη της συννομολογηθείσας τιμής άσκησης (strike price), τα δικαιώματα ασκούνται και η τιμή ναύλου στην περίπτωση αυτή προσδιορίζεται ως το άθροισμα της τιμής άσκησης (strike price) και του τιμήματος -που καταβλήθηκε για την αγορά- του δικαιώματος (premium), ήτοι \$567.000 $(=(7,5+0,6)*70.000)$. Παρομοίως, εάν η τρέχουσα τιμή είναι μικρότερη από την τιμή άσκησης, το δικαίωμα δεν θα ασκηθεί και θα παρέλθει άπρακτο και η τιμή ναύλου στην περίπτωση αυτή θα προσδιορίζεται με βάση την τρέχουσα τιμή στη ναυλαγορά πλέον το τίμημα του δικαιώματος. Το κόστος θα είναι εν προκειμένω \$382.000 $(=4,86+0,6)*70.000)$.

Πίνακας - Παράδειγμα εξάμηνης αντιστάθμισης με τη χρήση δικαιωμάτων προαίρεσης για περίοδο από 2 Απριλίου έως 31 Οκτωβρίου 2001

Υποκείμενη Αγορά	Προθεσμιακή Αγορά
2 Απριλίου 2001	
Route A1-τιμές ναύλων: 7,26\$/tonne Κόστος ναύλου: \$508.200 $(=70.000*7,26)$	Στοιχεία options: Οκτώβριος 2001 Δικαιώματα αγοράς (call options) με τιμή άσκησης 7,5\$/tonne. Τίμημα δικαιώματος (premium): 60cents/tonne
Οι ναυλωτές αγοράζουν δικαιώματα αγοράς Οκτωβρίου 2001 συνολικού κόστους \$42.000 $(=0,60*70.000)$	
31 Αυγούστου 2001 – πτωτική αγορά	
Route A1-τιμές ναύλων: 4,86\$/tonne Πραγματικό κόστος ναύλου: \$340.200	Τιμή άσκησηςΔιακανονισμός FFAs Αυγούστου 2001: 7.545\$/ανά ημέρα
Κέρδος από την υποκείμενη αγορά: \$168.000 $= -\$508.200 - \340.200	Κέρδος από την FFA συναλλαγή: $(10.050-7.545)*60 = \$150.300$
Καθαρό αποτέλεσμα αντιστάθμισης= -\$3.720	

8.3. Νομική φύση της σύμβασης. Γενεσιουργός λόγος του δικαιώματος προαίρεσης είναι η σχετική σύμβαση προαίρεσης. Το δικαίωμα γεννάται και παραχωρείται έναντι τιμήματος (premium) από τον πωλητή στον αγοραστή του δικαιώματος με μόνη την κατάρτιση της σύμβασης και επομένως χωρίς να απαιτείται για την τελείωση του αποτελέσματος αυτού η πλήρωση κάποιας άλλης διατύπωσης.

Ουσιαστικό περιεχόμενο του δικαιώματος προαίρεσης είναι η κατάρτιση της κύριας σύμβασης, η οποία δεν αποτελεί εν προκειμένω σύμβαση πώλησης κατά κυριολεξία, αλλά σύμβαση διαφοράς. Επιπλέον, το δικαίωμα προαίρεσης παρέχει την εξουσία επέλευσης των συνδεόμενων με αυτό αποτελεσμάτων, ήτοι κατάρτισης της κύριας σύμβασης, με μόνη τη μονομερή άσκησή του (απευθυντέα-ληψιδεής δήλωση βούλησης) από τον αγοραστή του δικαιώματος έναντι του πωλητή.

Με βάση τα χαρακτηριστικά αυτά προκύπτει ότι το εν λόγω δικαίωμα συνιστά διαπλαστικό δικαίωμα, αφού παρέχει στο δικαιούχο-αγοραστή του δικαιώματος την εξουσία να επιφέρει μονομερώς και άμεσα, με την άσκησή του προς τον υπόχρεο-πωλητή του δικαιώματος το ως άνω συνδεόμενο με τη σύμβαση έννομο αποτέλεσμα. Πρόκειται μάλιστα για αυτοτελές ή ανεξάρτητο δικαίωμα, αφού ουσιαστικό

περιεχόμενο της σύμβασης είναι η παραχώρησή του ως κύριου δικαιώματος και επομένως όχι ως παρεπόμενου ή εξαρτώμενου από έτερο δικαίωμα⁷⁷.

Χαρακτηριστικές εκφάνσεις των συμβάσεων προαίρεσης είναι αυτές της αγοράς δικαιώματα αγοράς (call options), αγοράς δικαιώματος πώλησης (put options) και αντίστοιχα πώλησης δικαιώματος αγοράς και πώλησης δικαιώματος πώλησης. Στην πρώτη περίπτωση, ο αγοραστής του δικαιώματος αποκτά την εξουσία έναντι τιμήματος να αγοράσει τη χρηματοοικονομική αξία (long position), αυτό το επιλέγει όταν προσδοκά ανοδική κίνηση των τιμών, ενώ στη δεύτερη αποκτά την εξουσία έναντι τιμήματος να πουλήσει τη χρηματοοικονομική αξία (short position), αυτό το επιλέγει όταν προσδοκά πτωτική κίνηση των τιμών⁷⁸. Αντίστοιχα, στην τρίτη περίπτωση, ο πωλητής του δικαιώματος παραχωρεί τη σχετική εξουσία αγοράς στον αγοραστή, αυτό το επιλέγει συνήθως όταν προσδοκά ότι η τιμή του υποκείμενου στοιχείου δεν θα υπερβεί καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης την τιμή άσκησης που συμφωνείται με τη σύμβαση, και, τέλος, στην τέταρτη, ο πωλητής του δικαιώματος παραχωρεί τη σχετική εξουσία πώλησης στον αγοραστή, αυτό το επιλέγει όταν προσδοκά ότι η τιμή άσκησης του δικαιώματος που συμφωνήθηκε με τη σύμβαση δεν θα υπερβεί καθ' όλη τη διάρκεια της σύμβασης την τιμή του υποκείμενου στοιχείου. Συγκεκριμένα, στις περιπτώσεις πώλησης των δικαιωμάτων προαίρεσης ο πωλητής προβαίνει στις σχετικές συναλλαγές εκτιμώντας ότι δεν θα ασκηθούν τα δικαιώματα διότι δεν θα είναι αυτά λόγω των τιμών επικερδή για τον αγοραστή. Με βάση την εκτίμηση αυτή προβαίνει στις σχετικές συναλλαγές έχοντας ως οικονομικό όφελος την είσπραξη του τιμήματος από την πώληση των δικαιωμάτων.⁷⁹

Με δεδομένο ότι και η ναυτιλιακή σύμβαση προαίρεσης είναι σύμβαση διαφοράς, αποσκοπεί στην καταβολή χρηματικών διαφορών ως διαφορών προερχόμενων από τις μεταβολές στις τιμές των ναύλων, ζήτημα γεννάται και εδώ ποια η σχέση της με τη σύμβαση πώλησης, λαμβανομένης υπόψη της λειτουργίας της παραχώρησης-απόκτησης του δικαιώματος προαίρεσης στη συναλλακτική πρακτική (εξωχρηματοστηριακή-χρηματοστηριακή) ως «αγοραπωλησίας» αλλά και της ρυθμιστικής περιγραφής των πράξεων συναλλαγής επί των δικαιωμάτων ως αγοραπωλησιών. Ερευνητέο είναι αν πράγματι μπορούν να χαρακτηριστούν οι συμβάσεις προαίρεσης ως ένα είδος προσομοιάζον με αυτό του συμβατικού τύπου της πώλησης.

Λαμβάνοντας υπόψη τη νομική φύση του δικαιώματος, είναι φανερό ότι η έννοια της αγοραπωλησίας αυτού -ως δικαιώματος εν προκειμένω κατατείνοντος σε αποτέλεσμα σύμβασης διαφοράς- δεν συνάδει με τη φύση του δικαιώματος και γενικότερα με τον όλο μηχανισμό λειτουργίας της σύμβασης. Κι αυτό, αφού με τη σύμβαση δεν ανταλλάσσονται αντικείμενα τα οποία μπορούν να διακριθούν στις συναλλαγές για την περιουσιακή τους αυτοτέλεια, ατομικότητα και αυθυπαρξία, αλλά δικαιώματα, «διαπλαστικές εξουσίες». Η διάθεση δε των αντικείμενων αυτών μέσω των αγορών δεν συνεπάγεται μεταβολές των περιουσιακών στοιχείων των συναλλασσομένων, αλλά γεννά απλώς εξουσίες και δεσμεύσεις, περαιτέρω δε ενδεχόμενες υποχρεώσεις και δικαιώματα (contingent liabilities/claims) λόγω του

⁷⁷ Για τη φύση του δικαιώματος προαίρεσης στις συμβάσεις παραγωγών ως διαπλαστικού δικαιώματος, βλέπε *Ταρνανίδου*, *Συμβάσεις Παραγωγών...*, ό.π., σ. 165-170. Αξιοσημείωτο είναι επίσης ότι η σύμβαση προαίρεσης διαφέρει τόσο από το προσύμφωνο όσο και από την οριστική σύμβαση υπό εξουσιαστική αίρεση. Για το θέμα αυτό βλέπε σχετικά *Ταρνανίδου*, *Συμβάσεις Παραγωγών...*, ό.π., σ. 228-233.

⁷⁸ Για την οικονομική λειτουργία των συμβάσεων προαίρεσης, βλέπε *Nomikos-Alizadeh*, ό.π., σ. 708-709.

⁷⁹ Βλ. σχετική ανάλυση *Ταρνανίδου*, *Συμβάσεις Παραγωγών...*, ό.π., σ. 159-162.

αβέβαιου και ενδεχόμενου χαρακτήρα των μεταβολών των τιμών προς καταβολή των σχετικών χρηματικών παροχών. Εντούτοις όμως, ο χαρακτηρισμός των συναλλαγών επί των δικαιωμάτων ως αγοραπωλησιών είναι γεγονός ότι απηχεί τη σύγχρονη αντίληψη των συναλλαγών ως προς τη λειτουργία των «χρηματοπιστωτικών (ή χρηματοοικονομικών) μέσων» (financial instruments), στα οποία περιλαμβάνονται τα υπό εξέταση δικαιώματα προαίρεσης. Σύμφωνα με την αντίληψη αυτή, τα εν λόγω μέσα, ως μορφώματα της νέας δυναμικής και εξελικτικής πορείας των σύγχρονων κεφαλαιαγορών, αποκτούν, ως εκ των δομών των αγορών αυτών, χρηματοοικονομική αξία, η οποία προσδίδει σε αυτά χαρακτηριστικά επενδυτικών αντικειμένων, αντικειμένων τα οποία μπορούν, ως εκ του τυποποιημένου χαρακτήρα τους, να προσδιορίζονται στις συναλλαγές (κατ' είδος και αριθμό) προς εξυπηρέτηση των εκάστοτε αναφερόμενων και συνεχόμενων προς αυτά επενδυτικών σκοπών.

Για τις αγορές παραγώγων και δη τις αγορές δικαιωμάτων προαίρεσης, η λειτουργία τους προς την κατεύθυνση αυτή επιτρέπει τη διαμόρφωση αγοραίων τιμών επί των διαπραγματευόμενων (ή γενικότερα συναλλασσόμενων) δικαιωμάτων και κατά συνέπεια την αναγωγή τους σε αντικείμενα «οιονεί αγοραπωλησιών». Σύμφωνα με τις αντιλήψεις των συναλλαγών, οι οποίες και διαμορφώνονται βάσει της θεωρίας αυτής, τα δικαιώματα προαίρεσης, ως μέσα υπαγόμενα στην κατηγορία των χρηματοπιστωτικών μέσων, θα πρέπει να νοούνται λοιπόν ότι «αγοράζονται» και «πωλούνται» στις συναλλαγές. Στο πλαίσιο αυτό, τα δικαιώματα αποκτούν μια θεωρητική δυναμική μεταβιβασιμότητας, η οποία αν και δεν φτάνει μέχρι του σημείου χαρακτηρισμού τους ως περιουσιακών στοιχείων, δυνάμενων να αποτελέσουν αντικείμενα διαθέσεως, εντούτοις επιτρέπει την προσομοίωση στις συναλλαγές των πράξεων παραχώρησης-απόκτησης των δικαιωμάτων με αυτές της διάθεσης και συνακόλουθα της προς διάθεση συναλλαγής με αυτή της πώλησης. Η εν λόγω λειτουργική προσέγγιση μπορεί ειδικότερα να δικαιολογηθεί υπό το εξής σκεπτικό:

- η σύμβαση προαίρεσης θεωρητικά επιτελεί οικονομική λειτουργία παρόμοια με αυτή της πώλησης, δεδομένου ότι τα συμβαλλόμενα μέρη αποβλέπουν στο δικαίωμα προαίρεσης, όχι μόνο ως διαπλαστική εξουσία αλλά και ως χρηματοοικονομική αξία και επομένως ως αντικείμενο συναλλαγής και δη ως αντικείμενο το οποίο μπορεί να αγοραστεί (εξ ου και οι όροι «πράξη αγοράς»-«θέση αγοράς» (long position) επί δικαιώματος) ή να πωληθεί (εξ ου και οι όροι «πράξη πώλησης»-«θέση πώλησης» (short position) επί δικαιώματος).

- οριοθετείται με τη σύμβαση σαφώς το δικαίωμα ως αντικείμενο της συναλλαγής, γεγονός το οποίο επιτρέπει την ύπαρξη ορισμένου βαθμού συναλλακτικής αυθυπαρξίας και αυτοτέλειας των δικαιωμάτων στο πλαίσιο λειτουργίας των οικείων αγορών.

- συνομολογείται τίμημα έναντι της παραχώρησης ή απόκτησής του το οποίο καθορίζεται εξ υπαρχής, κατά την κατάρτιση της σύμβασης και

- η κατάρτιση της σύμβασης συμφωνείται ως πώληση ή αγορά δικαιώματος με πανηγυρικό τρόπο, αφού σε κάθε περίπτωση, ήτοι τόσο όταν πρόκειται για χρηματιστηριακή όσο και όταν πρόκειται για εξωχρηματιστηριακή συναλλαγή, το συναλλακτικό ενδιαφέρον εκδηλώνεται ως ενδιαφέρον (δηλώσεις βούλησης-εντολές) αγοράς ή πώλησης επ' αυτών.

Κατά συνέπεια, ο χαρακτηρισμός των συναλλαγών επί των αναφερόμενων δικαιωμάτων ως συναλλαγών αγοραπωλησίας θα μπορούσε να γίνει ανεκτός από την έννομη τάξη, στο βαθμό βέβαια που αυτό συμβιβάζεται με την ειδικότερη φύση των δικαιωμάτων ως μέσων χρηματοπιστωτικών ή χρηματοοικονομικών, μέσων δηλαδή με ορισμένη λειτουργική απαξία και αυθυπαρξία, οριοθετούμενη βάσει των χρηματοοικονομικών κριτηρίων και δεδομένων που πλαισιώνουν τα χαρακτηριστικά

αυτών. Αν και οι περί πωλήσεως ΑΚ διατάξεις είναι προφανές ότι δεν μπορούν να τύχουν εν προκειμένω εφαρμογής και δη στο βαθμό που αυτές δεν συμβιβάζονται προς τη φύση και λειτουργία της σύμβασης, εντούτοις θα πρέπει να γίνει δεκτό, στο πλαίσιο και των διαμορφούμενων στον τομέα αυτό αντιλήψεων των συναλλαγών, ότι οι επί των δικαιωμάτων συναλλαγές μπορεί να ορίζονται ή ακόμη και να χαρακτηρίζονται νομικά ως αγοραπωλησίες, υπό την αναφερόμενη ως άνω θεωρητική προσέγγιση. Αγοραπωλησίες όμως οι οποίες νοούνται αποκλειστικά και μόνο στο πλαίσιο λειτουργίας της σύμβασης προαίρεσης, ως «τυποποιημένης στις συναλλαγές» σύμβασης και δη ως σύμβασης η λειτουργία της οποίας διέπεται σε κάθε περίπτωση από ειδικό καθεστώς.

Κατά τα λοιπά, η κύρια σύμβαση, στην οποία κατατείνει με την άσκηση του το δικαίωμα προαίρεσης, λειτουργεί ως σύμβαση διαφοράς κατά τους όρους που αναφέρθηκαν παραπάνω.

9. Αθέτηση υποχρεώσεων – Οι ρήτρες «εκκαθαριστικού συμψηφισμού» (close out netting)

9.1. Το παράδειγμα του Χρηματιστηρίου IMAREX. Τον Ιούνιο του 2004 η ναυτιλιακή εταιρία Navitrans, μέλος του Χρηματιστηρίου IMAREX, αθέτησε τις υποχρεώσεις της από τις συναλλαγές που είχε διενεργήσει σε ναυτιλιακά παράγωγα εισηγμένα στο εν λόγω Χρηματιστήριο. Η αθέτηση αφορούσε τη μη καταβολή των ποσών που όφειλε κατά τις διαδικασίες ημερήσιου χρηματικού διακανονισμού. Ως συνέπεια του γεγονότος αυτού, ο φορέας εκκαθάρισης NOS του εν λόγω Χρηματιστηρίου, ενεργοποίησε σειρά μέτρων για την αντιμετώπιση της υπερημερίας και τη διαφύλαξη της ομαλής λειτουργίας της αγοράς. Συγκεκριμένα, ενεργοποίησε τη ρήτρα αναγκαστικού εκκαθαριστικού συμψηφισμού (close out) έναντι της υπερήμερης Navitrans, με βάση τα προβλεπόμενα στον Κανονισμό του NOS, διενεργώντας συναλλαγές καλύψεως, συναλλαγές «κλεισίματος θέσης» όπως καλούνται στη συναλλακτική πρακτική, έκανε χρήση των ασφαλειών (margins) που είχε παράσχει η Navitrans υπέρ του NOS για την κάλυψη των σχετικών υποχρεώσεών της και, εν συνεχεία, επιδίωξε με κάθε νόμιμο μέσο την είσπραξη των απαιτήσεών του κατά της εταιρίας στο μέτρο μη κάλυψής τους με τα παραπάνω χρηματιστηριακά μέτρα.

Το παράδειγμα υπερημερίας της Navitrans ανέδειξε τη σπουδαιότητα του ρόλου του φορέα εκκαθάρισης NOS ως κεντρικού αντισυμβαλλομένου, ως ρόλου διασφαλιστικού για την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Το NOS, ενεργώντας ως κεντρικός αντισυμβαλλόμενος, κατέβαλε χωρίς καμία καθυστέρηση τα οφειλόμενα ποσά στους δικαιούχους συμβαλλόμενους παρά τη μη εκπλήρωση των σχετικών υποχρεώσεων από την οφειλέτιδα Navitrans, αναλαμβάνοντας το κόστος διαχείρισης της υπερημερίας. Ως συνέπεια, η ομαλότητα της λειτουργίας της αγοράς δεν επηρεάστηκε από την υπερημερία, αφού οι δικαιούχοι στις σχετικές συναλλαγές εισέπραξαν κανονικά και χωρίς καμία καθυστέρηση τα οφειλόμενα σε αυτούς ποσά.

Βασική προϋπόθεση για την ομαλή λειτουργία του NOS υπήρξε η δυνατότητα άσκησης δικαιωμάτων αναγκαστικού εκκαθαριστικού συμψηφισμού. Όπως προβλέπεται στον Κανονισμό Εκκαθάρισης του NOS, το NOS έχει το δικαίωμα να προβαίνει στη διενέργεια συμβάσεων εκκαθαριστικού συμψηφισμού σε περίπτωση υπερημερίας μέλους του, προς απόσβεση των θέσεων του τελευταίου, και να μετακυλίει το σχετικό κόστος και τον κίνδυνο που προκύπτει από τη διενέργειά τους στον υπερήμερο⁸⁰. Η ενεργοποίηση των παραπάνω δικαιωμάτων είχε στην πράξη ως συνέπεια ότι ο φορέας νομιμοποιούνταν, ως συνέπεια της υπερημερίας του μέλους του, να μετατρέπει σε χρήμα στις τρέχουσες αγοραίες τιμές τις εκκρεμείς υποχρεώσεις και τα εκκρεμή δικαιώματα του υπερήμερου (π.χ. με τη διενέργεια συναλλαγών κάλυψης), να καθιστά αυτά αμέσως ληξιπρόθεσμα και να τα

⁸⁰ Για τους όρους αυτούς και άλλους σχετικούς με τη διευθέτηση υπερημεριών από το NOS, βλέπε σχετικά στο Rulebook for Clearing with NOS, § 7.3, σ. 39. Αξιοσημείωτο είναι ότι στο οικείο σημείο του Κανονισμού προβλέπεται επίσης, ως όρος διασφαλιστικός της χρηστής διαχείρισης της υπερημερίας, ότι ο εκκαθαριστικός συμψηφισμός πρέπει να διενεργείται στις καλύτερες δυνατές τιμές που διαμορφώνονται στην αγορά κατά το χρόνο της υπερημερίας.

συμψηφίζει, επιτρέποντας τη συγκέντρωση της οφειλής του υπερήμερου στην καθαρή και μόνο χρηματική οφειλή που προέκυψε από το σχετικό συμψηφισμό.

9.2. Ο εκκαθαριστικός συμψηφισμός κατά το ελληνικό δίκαιο. Ερευνητέο είναι εάν παρόμοιες ρήτρες γίνονται σήμερα δεκτές από την ελληνική έννομη τάξη και σε καταφατική περίπτωση αν αυτές μπορούν να εφαρμοστούν και στην περίπτωση των ναυτιλιακών παραγώγων. Το θέμα έχει ιδιαίτερη νομική σημασία ιδίως στις περιπτώσεις πτώχευσης ή άλλης αφερεγγυότητας συμβαλλόμενου στις συμβάσεις παραγώγων, όπου η μη αναγνώριση του πτωχευτικού συμψηφισμού μπορεί να προκαλέσει σειρά κινδύνων, κλονίζοντας την ασφάλεια των συναλλαγών (π.χ. συστημικούς κινδύνους, βλ. σχετικά ν. 2789/2000).

9.2.1. Ο εκκαθαριστικός συμψηφισμός του άρθρου 27 παρ. 6 του ν. 2533/1997. Ο έλληνας νομοθέτης, αναγνωρίζοντας τον κίνδυνο που θα σήμαινε για την ασφάλεια των συναλλαγών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει η μη εγκυρότητα ρητρών εκκαθαριστικού συμψηφισμού στα χρηματιστηριακά παράγωγα σε περίπτωση πτώχευσης συμβαλλόμενου, ρύθμισε το θέμα ειδικά, με το άρθρο 27 παρ. 6 του ιδρυτικού της εν λόγω αγοράς ν. 2533/1997, προβλέποντας τα εξής: «*Η πτώχευση ή η καθ' οιονδήποτε τρόπο θέση σε οποιασδήποτε μορφής αναγκαστική διαχείριση μέλους της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ή παραγγελία δεν θίγει το κύρος συντελεσθείσας εκκαθάρισης μέσω της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. ούτε της παροχής εξασφαλίσεων ...εφόσον η συναλλαγή έλαβε χώρα πριν η ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. λάβει νόμιμη γνώση της πτώχευσης ή θέσης σε αναγκαστική διαχείριση.*». Επί της διάταξης παρατηρητέα τα εξής:

Από το γράμμα της διάταξης προκύπτει ότι αυτή έχει ειδικό πεδίο εφαρμογής. Συγκεκριμένα δεν αφορά τις συμβάσεις παραγώγων γενικά, αλλά αυτές και μόνο που διενεργούνται στην οικεία αγορά του Χ.Α.. Επομένως, η διάταξη αφήνει εκτός του πεδίου εφαρμογής της τις περιπτώσεις εξωχρηματιστηριακών συμβάσεων παραγώγων και συμβάσεων παραγώγων που ήθελαν διενεργηθεί σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, λειτουργούσες κατά το ελληνικό δίκαιο [ενδεικτικά σε οργανωμένες αγορές του ν. 3152/2003, ήδη προϊσχύσαντος βέβαια δικαίου μετά το ν. 3606/2007 (άρθρο 85 παρ. 1 (ιε))].

Λαμβάνοντας υπόψη τη λειτουργία της ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π., ήδη Ε.Χ.Α.Ε. [μετά τη συγχώνευση με απορρόφηση της πρώτης από τη δεύτερη], ως φορέα εκκαθάρισης και κεντρικού αντισυμβαλλόμενου στην οικεία αγορά, η διάταξη, εισάγοντας τον κανόνα της μη αναδρομικότητας της πτώχευσης, αναγνώρισε το κύρος των πράξεων εκκαθάρισης και συμψηφισμού του φορέα και των ασφαλειών σε σχέση με τις συναλλαγές του πτωχεύσαντος συναλλασσόμενου για λόγους ασφάλειας του συστήματος συναλλαγών. Από την άποψη αυτή, η διάταξη είναι φανερό ότι παρέχει ασφάλεια δικαίου, αφού αποτρέπει κινδύνους ακυρότητας ή ανάκλησης σχετιζόμενους με τις εν λόγω πράξεις εκκαθάρισης και παροχής ασφαλειών.

Ζήτημα το οποίο αφήνει πάντως ανοιχτό η διάταξη είναι ποια η τύχη των συμβάσεων κλεισίματος θέσης (συναλλαγών κάλυψης), στις οποίες ο φορέας ήθελε προβεί, στο πλαίσιο διαχείρισης της υπερημερίας, μετά την εκ μέρους του νόμιμη γνώση της πτώχευσης ή της θέσης σε αναγκαστική διαχείριση του υπερήμερου-πτωχεύσαντος. Το ζήτημα γεννάται, διότι η διάταξη αναγνωρίζει την εγκυρότητα των σχετικών πράξεων του φορέα μόνο στην περίπτωση που αυτές έχουν διενεργηθεί μέχρι την εκ μέρους του γνώση της πτώχευσης. Ακολούθως, δεν εμπίπτουν κατά τη διάταξη στο πεδίο εφαρμογής της οι πράξεις στις οποίες ο φορέας προβαίνει για να διαχειριστεί την υπερημερία, ήτοι οι πράξεις κλεισίματος θέσης, που λογικά διενεργούνται αφού ο φορέας λάβει γνώση της πτώχευσης. Ως συνέπεια του γεγονότος αυτού, είναι αμφίβολο εάν η διενέργεια χρηματιστηριακής συναλλαγής για την αντιστροφή (κλείσιμο) της θέσης του πτωχεύσαντος μέλους ή επενδυτή αποτελεί

πράξη που διενεργείται από το φορέα έγκυρα. Το θέμα αυτό έλαβε πάντως υπόψη του το νέο δίκαιο για την εκκαθάριση των συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα (ν. 3606), για το οποίο γίνεται λόγος παρακάτω (υπό 9.2.3), στο οποίο υπάγονται μεταξύ άλλων και οι περιπτώσεις των αναφερόμενων χρηματιστηριακών παραγώγων⁸¹.

Όπως ειπώθηκε ήδη, στην έννοια των χρηματιστηριακών παραγώγων του ν. 2533/1997 (άρθρο 1 παρ. 19) εισήχθησαν τα ναυτιλιακά παράγωγα με το ν. 3371/2005 (άρθρο 50 παρ. 1). Ως υπαγόμενα στο εν λόγω πλαίσιο, είναι φανερό ότι τυγχάνει εφαρμογής και ως προς αυτά η διάταξη του άρθρου 27 παρ. 6 του ν. 2533/1997. Με την έννοια αυτή, το προστατευτικό πεδίο της διάταξης ισχύει και ως προς τα ναυτιλιακά παράγωγα που ήθελαν αποτελέσει αντικείμενο συναλλαγών στη χρηματιστηριακή αγορά του Χ.Α..

9.2.2. Ο εκκαθαριστικός συμψηφισμός του άρθρου 16 του ν. 3156/2003.

Παρόμοιες ρυθμίσεις εισήχθησαν στο δίκαιό μας και για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα με το ν. 3156/2003. Συγκεκριμένα, με το άρθρο 16 του νόμου αυτού ορίστηκε ότι «σε περίπτωση πτώχευσης ή άλλου συλλογικού μέτρου ή διαδικασίας που συνεπάγεται την απαγόρευση ή τον περιορισμό της εξουσίας διάθεσης, ο συμψηφισμός των εκατέρωθεν απαιτήσεων, συμπεριλαμβανομένου του πολυμερούς και του εκκαθαριστικού συμψηφισμού, που πηγάζει από συναλλαγές κάθε φύσεως, καθώς και συμψηφισμού απαιτήσεων που προκύπτουν από συναλλαγές, σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα μεταξύ προσώπων από τα οποία ένα τουλάχιστον είναι το Δημόσιο ή ίδρυμα κατά την έννοια της παρ. 5 του άρθρου 2 του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ 73 Α'), είναι έγκυρος και ισχυρός και αντιτάσσεται έναντι όλων των πιστωτών εφόσον διέπεται από σύμβαση μεταξύ των δικαιούχων των συμψηφιζόμενων απαιτήσεων, που καταρτίζεται με έγγραφο βεβαίως χρονολογίας, προγενέστερης της κήρυξης της πτώχευσης ή της έναρξης του συλλογικού μέτρου ή της διαδικασίας.».

Η διάταξη εισάγει λοιπόν αντίστοιχο, σε σχέση με τα χρηματιστηριακά παράγωγα, προστατευτικό πεδίο ως προς τις συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, αναγνωρίζοντας το κύρος του πολυμερούς και εκκαθαριστικού συμψηφισμού σε περίπτωση πτώχευσης ή άλλου συλλογικού μέτρου επιβαλλόμενου κατά συμβαλλόμενου στις σχετικές συμβάσεις.

Δεδομένου ότι η διάταξη αναφέρεται στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα γενικά, εξυπακούεται ότι στην έννοιά τους μπορεί να υπαχθεί κάθε παράγωγο του τύπου αυτού που γίνεται ανεκτό από την ελληνική έννομη τάξη. Ήδη μετά την ψήφιση του ν. 3606/2007, που ευρέως αναγνωρίζει ως τέτοια παράγωγα και τα ναυτιλιακά (άρθρο 5 περ. (ι) ν. 3606), μπορεί να γίνει δεκτό ότι στο πεδίο της διάταξης και στο προστατευτικό πλαίσιο που αυτή εισάγει συγκαταλέγονται και τα ναυτιλιακά παράγωγα.

Το κύρος του πτωχευτικού συμψηφισμού εξαρτάται πάντως βάσει της διάταξης από την πλήρωση των εξής προϋποθέσεων:

Πρώτον, θα πρέπει να πρόκειται για εξωχρηματιστηριακή σύμβαση παραγώγου που έχει καταρτιστεί μεταξύ προσώπων από τα οποία ένα τουλάχιστον θα πρέπει να είναι το Δημόσιο ή ίδρυμα κατά την έννοια της παρ. 5 του άρθρου 2 του ν. 2396/1996 (ΦΕΚ 73 Α').

Ειδικά ως προς τον όρο «ίδρυμα», όπως ορίζεται στις ως άνω διατάξεις, θα πρέπει να επισημανθεί ότι στην έννοιά του υπάγονται τα πιστωτικά ιδρύματα και οι Ε.Π.Ε.Υ., ήτοι τα πρόσωπα που κατ' επάγγελμα παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες κατά τα προβλεπόμενα στο νόμο αυτό. Αξιοσημείωτο είναι ότι με το ν. 3606/2007,

⁸¹ Βλ. άρθρα 72-83 του ν. 3606/2007 και τις διατάξεις του άρθρου 85 παρ. 1 (ι) και παρ. 6 που καταργούν το ως άνω θεσμικό πλαίσιο υπάγοντας τους όρους λειτουργίας του στις ως άνω διατάξεις του ν. 3606.

που καταργεί το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας των επενδυτικών υπηρεσιών όπως είχε προβλεφθεί με το ν. 2396/1996 (βλ. άρθρο 85 παρ. 1 (θ) ν. 3606), ο όρος ίδρυμα διατηρεί την έννοιά του, ήτοι συνεχίζει να αναφέρεται στα πιστωτικά ιδρύματα και στις Ε.Π.Ε.Υ. υπό το νέο όμως περιβάλλον λειτουργίας τους που διαγράφει ο ν. 3606. Στο πλαίσιο αυτό, τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα θα πρέπει να νοούνται ως χρηματοπιστωτικά μέσα του ευρύτερου καταλόγου που εισάγει ο ν. 3606 (άρθρο 5), και ταυτοχρόνως ως αντικείμενα συναλλαγών του νέου διευρυμένου φάσματος επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων που αναγνωρίζει το δίκαιο για τις Ε.Π.Ε.Υ. με το νόμο αυτό (άρθρο 4). Γενική παρατήρηση είναι ότι το προστατευτικό πεδίο που εισάγει η διάταξη για τα ιδρύματα έχει ως σκοπό τη διασφάλιση της ομαλής λειτουργίας των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων ως βασικής πτυχής για την εύρυθμη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Επιπλέον, ο πτωχευτικός συμψηφισμός θα πρέπει να διέπεται από σύμβαση που πληροί τα εξής στοιχεία: (α) Συμβαλλόμενοι στη σύμβαση πρέπει να είναι οι δικαιούχοι των συμψηφιζόμενων απαιτήσεων, κατά κανόνα οι συμβαλλόμενοι στις συμβάσεις παραγωγών που υπάγονται στη σύμβαση του συμψηφισμού και (β) η σύμβαση θα πρέπει να έχει καταρτιστεί με έγγραφο βεβαίας χρονολογίας ώστε να μπορεί να προκύπτει ότι είναι προγενέστερη, όπως προβλέπει η σχετική διάταξη, της κήρυξης της πτώχευσης ή της έναρξης του συλλογικού μέτρου ή της διαδικασίας.

9.2.3. Ο εκκαθαριστικός συμψηφισμός του άρθρου 79 του ν. 3606/2007. Τον εκκαθαριστικό συμψηφισμό ρυθμίζει και ο ν. 3606/2007 στο πλαίσιο των διατάξεων που υιοθετεί για τον εκσυγχρονισμό του θεσμικού πλαισίου αναφορικά με την εκκαθάριση των συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Αξιοσημείωτο είναι ότι στο πεδίο εφαρμογής των περί της εκκαθάρισης διατάξεων που εισάγονται με τον ως άνω νόμο (άρθρα 72-83) εμπίπτουν και τα ναυτιλιακά παράγωγα ως περίπτωση χρηματοπιστωτικών μέσων, υπαγόμενη στο νόμο αυτό.

Κύριο χαρακτηριστικό των περί εκκαθάρισης διατάξεων του ν. 3606 είναι ότι αντικαθίσταται το μονοπωλιακό μοντέλο λειτουργίας της εκκαθάρισης, που ίσχυε στον τομέα της κεφαλαιαγοράς⁸², και στην θέση του εισάγεται μοντέλο απελευθέρωσης-αδειοδότησης των διαχειριστών συστήματος, ήτοι των προσώπων που κατ' επάγγελμα ασκούν δραστηριότητες εκκαθάρισης (π.χ. Ε.Χ.Α.Ε.)⁸³. Αντικείμενο δε των δραστηριοτήτων του εν λόγω διαχειριστή είναι η διαχείριση συστήματος, στην έννοια του οποίου συγκαταλέγονται, κατά τον ορισμό του νόμου, τα συστήματα εκκαθάρισης, κεντρικού αντισυμβαλλομένου και διακανονισμού⁸⁴.

Το πεδίο εφαρμογής των διατάξεων αναφέρεται σε κάθε συναλλαγή χρηματοπιστωτικού μέσου και άρα και ναυτιλιακού παραγώγου που εκκαθαρίζεται μέσω συστήματος. Επομένως, μπορεί στο πεδίο του να υπαχθούν οι συναλλαγές που διενεργούνται τόσο εξωχρηματιστηριακώς όσο και χρηματιστηριακώς. Σε σχέση δε με τις τελευταίες εξυπακούεται ότι ο νόμος αναφέρεται όχι μόνο σε αυτές του Χ.Α., αλλά και κάθε άλλου χρηματιστηρίου που λειτουργεί στην Ελλάδα, και κατά τη σχετική νομική ορολογία του ν. 3606 καταλαμβάνει κάθε συναλλαγή που διενεργείται σε οργανωμένα, αντί του όρου χρηματιστηριακή, αγορά⁸⁵.

⁸² Το μοντέλο αυτό ίσχυε υπό τις αποκλειστικές δια νόμου προβλεπόμενες αρμοδιότητες εκκαθάρισης των φορέων Κ.Α.Α. και Ε.Τ.Ε.Σ.Ε.Π., ήδη Ε.Χ.Α.Ε. μετά τη συγχώνευση με απορρόφηση των δύο πρώτων από την τρίτη. Βλ. σχετική ανάλυση των οικείων διατάξεων του ν. 3606/2007, *Χριστίνα Ι. Ταρνανίδου*, *Η οργανωμένη αγορά...*, ό.π., σ. 367.

⁸³ Βλ. άρθρο 72 παρ. 1 (β) του ν. 3606/2007.

⁸⁴ Βλ. άρθρο 72 παρ. 1 (α) του ν. 3606/2007.

⁸⁵ Για το θέμα της μετονομασίας στο δίκαιό μας των χρηματιστηριακών αγορών σε οργανωμένες αγορές, βλέπε *Ταρνανίδου*, *Η οργανωμένη αγορά...*, ό.π., σ. 97-98.

Μεταξύ των ρυθμίσεων προβλέπεται λοιπόν ότι, σε περίπτωση υπερημερίας μέλους ως προς την εκπλήρωση υποχρεώσεων του εκκαθάρισης ή διακανονισμού στο πλαίσιο λειτουργίας του συστήματος, ο διαχειριστής δικαιούται «να διενεργεί συναλλαγές κάλυψης, ... και να εφαρμόζει κατά του υπερήμερου ρήτρες εκκαθαριστικού συμψηφισμού της παραγράφου 1(ιδ) του άρθρου 2 του ν. 3301/2004.». Οι ρήτρες αυτές με βάση και τις ως άνω διατάξεις του ν. 3301/2004 έχουν το εξής ειδικότερο περιεχόμενο: Σε περίπτωση υπερημερίας κατά την έννοια του ν. 3606⁸⁶ ως αποτέλεσμα του συμψηφισμού ή της αντιστάθμισης (π.χ. συναλλαγές κάλυψης) ή άλλου μέτρου που εφαρμόζεται για την αντιμετώπισή της: (α) οι υποχρεώσεις των συμβαλλομένων καθίστανται άμεσα απαιτητές και εκφράζονται ως υποχρέωση καταβολής του ποσού που αντιπροσωπεύει την κατ' εκτίμηση τρέχουσα αξία τους ή λήγουν και αντικαθίστανται από υποχρέωση καταβολής ενός τέτοιου ποσού, ή (β) υπολογίζονται οι οφειλές του κάθε συμβαλλομένου προς τον άλλο σε σχέση με τις υποχρεώσεις αυτές και ο συμβαλλόμενος ο οποίος οφείλει το μεγαλύτερο ποσό καταβάλλει καθαρό ποσό, ίσο προς τη διαφορά των οφειλών.

Η έκταση του δικαιώματος εκκαθαριστικού συμψηφισμού, όπως προκύπτει από τον ως άνω ορισμό του, είναι ευρύτατη, ακριβώς για να καλύψει τις ανάγκες ασφάλειας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και μάλιστα, όπως θα δούμε και παρακάτω (υπό §10), σε πανευρωπαϊκή βάση. Αξιοσημείωτο είναι ότι ο διαχειριστής μπορεί να ασκεί το ως άνω δικαίωμα σε κάθε περίπτωση αφερεγγυότητας, της οποίας ο ορισμός είναι κατά νόμο ιδιαίτερα γενικός και ευρύς, καταλαμβάνοντας «κάθε συλλογικό μέτρο που προβλέπεται από το δίκαιο Κράτους - Μέλους ή τρίτης χώρας και συνεπάγεται την απαγόρευση ή τον περιορισμό της εξουσίας διάθεσης, όπως η πτώχευση, η ειδική εκκαθάριση ή η εξυγίανση.»⁸⁷.

Με γνώμονα λοιπόν την ασφαλή λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το άρθρο 79 παρ. 3 του ν. 3606 ορίζει ότι «οι πράξεις εκκαθάρισης, διακανονισμού, διενέργειας συναλλαγών κάλυψης και εκκαθαριστικού συμψηφισμού, περιλαμβανομένης και της παροχής ασφαλειών υπέρ του Συστήματος, είναι καθ' όλα έγκυρες και αντιτάξιμες έναντι παντός τρίτου, εφόσον αφορούν σε εκκρεμότητες του αφερέγγυου στο Σύστημα από συναλλαγές που έχουν καταρτιστεί πριν ο διαχειριστής του Συστήματος λάβει γνώση της έναρξης της διαδικασίας αφερεγγυότητας των άρθρων 3 έως 7 του ν. 2789/2000.».

Είναι φανερό ότι εισάγεται και εν προκειμένω ο κανόνας της «μη αναδρομικότητας» της πτώχευσης και εν γένει των καταστάσεων αφερεγγυότητας με σκοπό την προστασία των συστημάτων εκκαθάρισης από σχετικούς κινδύνους. Με βάση τη διάταξη, εφόσον πρόκειται για συναλλαγές επί παραγώγων προγενέστερες της εκ μέρους του διαχειριστή λήψης γνώσης της αφερεγγυότητας, οι πάσης φύσεως πράξεις εκκαθαριστικού συμψηφισμού είναι έγκυρες ακόμη και αν διενεργούνται μετά το χρονικό σημείο της λήψης γνώσης της αφερεγγυότητας από το διαχειριστή. Η ρύθμιση είναι φανερό ότι καλύπτει το νομοθετικό κενό του ν. 2533 που αναφέρθηκε παραπάνω (υπό § 9.2.1) διασκεδάζοντας κάθε αμφιβολία περί του κύρους του εκκαθαριστικού συμψηφισμού, π.χ. με τη μορφή κλεισίματος θέσης, όταν λαμβάνει

⁸⁶ Αντίθετα, η διατύπωση του ν. 3301/2004 για την ενεργοποίηση της ρήτρας εκκαθαριστικού συμψηφισμού αναφέρεται στη διάταξη της συμφωνίας παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας ή της συμφωνίας της οποίας αποτελεί μέρος η συμφωνία παροχής ασφάλειας ή, εάν δεν υπάρχει τέτοια διάταξη, σε οποιαδήποτε νομοθετική διάταξη, βάσει της οποίας, με την επέλευση ενός γεγονότος που συνεπάγεται αναγκαστική εκτέλεση είτε μέσω συμψηφισμού ή αντιστάθμισης είτε με άλλον τρόπο επέρχονται οι συνέπειες του ως άνω συμψηφισμού. Για τις έννοιες της ως άνω ασφάλειας και του γεγονότος που συνεπάγεται αναγκαστική εκτέλεση, βλέπε σχετικά το άρθρο 2 παρ. 1 περ. (α)-(γ) και (ιβ), αντίστοιχα, του ν. 3301.

⁸⁷ Βλ. σχετικά άρθρο 1 περ. (ι) του ν. 2789/2000.

χώρα μετά τη γνώση της αφερεγγυότητας μέλους ή συμμετέχοντος στο σύστημα εκ μέρους του διαχειριστή του συστήματος. Από την άποψη αυτή, είναι φανερό ότι η ρύθμιση παρέχει επαρκέστερη κάλυψη σε θέματα χρηματιστηριακών παραγώγων σε σχέση με αυτή του ν. 2533, καθιστώντας πιο ασφαλή, αλλά και πιο αποτελεσματική, τη λειτουργία των σχετικών συστημάτων.

9.3. Οι νέοι κανόνες του πτωχευτικού δικαίου σε σχέση με τα θέματα του εκκαθαριστικού συμψηφισμού. Την ανάγκη ειδικότερης προστασίας των συμβάσεων παραγώγων αξιοσημείωτο είναι ότι αναγνωρίζει και ο νέος πτωχευτικός κώδικας (ν. 3588/2007), παραπέμποντας για τα θέματα του συμψηφισμού και του εκκαθαριστικού συμψηφισμού στις ειδικές για τις εν λόγω συμβάσεις διατάξεις, όπως ορίζονται κάθε φορά στην κείμενη νομοθεσία (άρθρο 36 παρ. 2 και 3 Πτωχ.Κωδ.⁸⁸).

10. Η λειτουργία των ναυτιλιακών παραγώγων στο νέο θεσμικό περιβάλλον των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων (ν. 3606/2007)

10.1. Η MiFID ως κοινοτική πρωτοβουλία για νέες αγορές. Η θεσμοθέτηση της Οδηγίας 2004/39/EK, γνωστής ως MiFID, υπήρξε κοινοτικό νομοθέτημα καταλυτικής σημασίας για τη λειτουργία των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων.

Βασική πτυχή της είναι ότι αναγνωρίζει ως τέτοιες αγορές με δυνατότητα πανευρωπαϊκής παρουσίας, όχι μόνο τις οργανωμένες, και κατά την προϊσχύουσα ορολογία τις χρηματιστηριακές, αγορές, αλλά και άλλες μορφές αγοράς που απαντώνται στον τομέα των χρηματοπιστωτικών μέσων. Ως συνέπεια, καταργείται το μονοπώλιο των οργανωμένων αγορών, ενώ με την υιοθέτηση ενιαίων κανόνων και αρχών διασφαλίζονται ίσοι όροι ανταγωνισμού (level playing field) για τη λειτουργία των σχετικών αγορών. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται ο κοινοτικός σκοπός που συνίσταται στην αναγωγή σε πεδίο εναρμόνισης κάθε υποδομής αγοράς αυτού του τομέα με απώτερο στόχο την εγκαθίδρυση της ενιαίας κοινοτικής κεφαλαιαγοράς. Επισημαίνεται ότι το δίκαιό μας προσαρμόστηκε προς τις διατάξεις της MiFID με το ν. 3606/2007, που εφαρμόζεται από 1.11.2007, ενώ σειρά άλλων κανονιστικών μέτρων (Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς) έχουν επίσης υιοθετηθεί στο πλαίσιο ενσωμάτωσης των κοινοτικών εκτελεστικών μέτρων που εκδόθηκαν για την εφαρμογή της MiFID⁸⁹.

10.2. Μορφές αγοράς και ναυτιλιακά παράγωγα. Με αυτά τα νέα δεδομένα ανάγονται σε πεδίο εναρμόνισης τρεις βασικές μορφές αγοράς: η αγορά που διαμορφώνεται ως συνέπεια της άσκησης δραστηριοτήτων διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό, η αγορά που διαμορφώνεται με τη λειτουργία Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) και η οργανωμένη αγορά. Κατά τη θεωρητική τους σύλληψη, οι αγορές αυτές αποτελούν αγορές στις οποίες μπορεί να αποτελεί αντικείμενο συναλλαγών κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο από τα προβλεπόμενα στην MiFID και αντίστοιχα στο ν. 3606 (άρθρο 5). Υπό το πρίσμα αυτό, αυτές οι αγορές

⁸⁸ Σύμφωνα με τις παραγράφους 2 και 3 του άρθρου 36 του Πτωχ.Κωδ. «2. Ο συμψηφισμός απαιτήσεων που προκύπτουν από συναλλαγές σε εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, ρυθμίζεται όπως η κείμενη νομοθεσία προβλέπει. 3. Ο συμψηφισμός απαιτήσεων που προκύπτουν από εντολές μεταβίβασης επί συστημάτων διακανονισμού πληρωμών και διακανονισμού χρηματοπιστωτικών μέσων, καθώς και με βάση ρήτρες εκκαθαριστικού συμψηφισμού, στο πλαίσιο συμφωνιών παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας, γίνεται κατά τις ειδικές περί αυτών ρυθμίσεις.»

⁸⁹ Βλ. *Ταρνανίδου*, Η οργανωμένη αγορά..., ό.π., σ. 355 επ., της ίδιας, Η Διαδρομή του Ευρωπαϊκού Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς: Προϊσχύσαν, Νέο Δίκαιο και Ευρωπαϊκή Ολοκλήρωση, 2007, ΕΤΡΑΞΧρΔ(1), 2007, σ. 11-92 (ιδίως σ. 68-69).

μπορούν να αποτελούν και αγορές ναυτιλιακών παραγωγών. Αναλυτικότερα οι σκέψεις για τη λειτουργία αγορών ναυτιλιακών παραγωγών αφορούν τις εξής αγορές:

Καταρχήν, την αγορά των Ε.Π.Ε.Υ. ως διαπραγματευτών για ίδιο λογαριασμό. Πρόκειται για την περίπτωση όπου η Ε.Π.Ε.Υ. (περιλαμβανομένων και των πιστωτικών ιδρυμάτων) προβαίνει σύμφωνα με το νόμο⁹⁰ σε πράξεις διαπραγμάτευσης έναντι ιδίων κεφαλαίων της επί ενός ή περισσοτέρων χρηματοπιστωτικών μέσων με σκοπό την κατάρτιση συναλλαγών επ' αυτών. Η εν λόγω αγορά διαμορφώνεται στο πλαίσιο άσκησης επενδυτικών δραστηριοτήτων από την Ε.Π.Ε.Υ. ή και επενδυτικών υπηρεσιών που αφορούν την εκτέλεση εντολών πελατών της. Ανάλογα με το βαθμό συστηματικής παρουσίας της Ε.Π.Ε.Υ. στις συναλλαγές, αυτή η σχετική αγορά μπορεί να έχει και τα χαρακτηριστικά, που ο νόμος περιγράφει, ως αγορά «*συστηματικής εσωτερικοποίησης*» (*systematic internalization*)⁹¹. Η ειδοποιός διαφορά της συστηματικής εσωτερικοποίησης από τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό είναι ότι η Ε.Π.Ε.Υ. προβαίνει στις παραπάνω πράξεις κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά, για ίδιο λογαριασμό, εκτελώντας εντολές πελατών της στις ευρύτερες χρηματοπιστωτικές αγορές χωρίς να προσφεύγει σε κάποια οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ. Χαρακτηριστικό αυτής της λειτουργίας είναι ότι η Ε.Π.Ε.Υ. μπορεί να αναπτύσσει δικό της, αυτοτελές σε σχέση με άλλες αγορές, πεδίο συναλλαγής (βιβλίο εντολών – order book)⁹².

Η ως άνω δραστηριότητα της Ε.Π.Ε.Υ. θα μπορούσε θεωρητικά να έχει ως πεδίο αναφοράς τη διαμόρφωση αγοράς ναυτιλιακών παραγωγών. Περίπτωση που απαντάται στην πράξη με παρόμοια χαρακτηριστικά είναι αυτή των εξωχρηματιστηριακών αγορών ναυτιλιακών παραγωγών για τις οποίες έγινε λόγος παραπάνω (υπό 7.1 (α)). Για τη λειτουργία αγοράς ναυτιλιακών παραγωγών με τη μορφή αυτή η Ε.Π.Ε.Υ. θα πρέπει να έχει λάβει την άδεια της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που προϋποθέτει την πλήρωση συγκεκριμένων προϋποθέσεων όπως ορίζονται στο ν. 3606⁹³.

Η αγορά ναυτιλιακών παραγωγών θα μπορούσε επίσης να λειτουργεί είτε ως Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) είτε ως οργανωμένη αγορά. Αμφότεροι οι ορισμοί παραπέμπουν σε υποδομή αγοράς με κοινό γνώρισμα ότι πρόκειται για πολυμερή συστήματα που επιτρέπουν την κατάρτιση συναλλαγών με την αλληλεπίδραση πλειόνων συμφερόντων συναλλαγής με βάση τους κανόνες των σχετικών συστημάτων⁹⁴. Στην περίπτωση αυτή, η συναλλαγή δεν διενεργείται απευθείας μεταξύ της Ε.Π.Ε.Υ. και του αντισυμβαλλομένου/ πελάτη της, αλλά μεταξύ περισσοτέρων εν δυνάμει συναλλασσομένων που αποδέχονται όρους κατάρτισης με προδιατυπωμένα και αυτοματοποιημένα κριτήρια συναλλαγής. Συνθήκες τέτοιας αγοράς απαντώνται σήμερα στην πράξη στις χρηματιστηριακές αγορές ναυτιλιακών παραγωγών, όπως σε αυτή του IMAREX.

Ποια όμως η ειδοποιός διαφορά μεταξύ των ΠΜΔ και των οργανωμένων αγορών (παραδοσιακών χρηματιστηρίων). Όπως προκύπτει από τις διατάξεις του ν. 3606, τα ΠΜΔ υπόκεινται σε λιγότερο αυστηρές απαιτήσεις λειτουργίας σε σχέση με τις οργανωμένες αγορές, ιδίως αναφορικά με τους όρους εισαγωγής χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση και ελέγχου της καταλληλότητάς τους, τις προϋποθέσεις οργανωτικής επάρκειας που πρέπει να πληρούν, τους όρους πρόσβασης στα συστήματά τους για τη διεξαγωγή συναλλαγών κλπ. Αυτή η διαφοροποίηση στους

⁹⁰ Βλ. άρθρο 4 παρ. 1 (γ) του ν. 3606/2007.

⁹¹ Βλ. άρθρο 2 παρ. 4 του ν. 3606/2007.

⁹² Βλ. σχετική ανάλυση *Ταρνανίδου*, Η οργανωμένη αγορά..., ό.π. σ. ...

⁹³ Βλ. άρθρα 9 επ. και 25, 27 και 28 ν. 3606/2007.

⁹⁴ Βλ. άρθρο 2 παρ. 10 και 11 ν. 3606.

προληπτικούς όρους λειτουργίας των σχετικών αγορών σχετίζεται με το βαθμό προστασίας που οι σχετικές αγορές καλούνται εξ ορισμού να παρέχουν. Υιοθετούνται με άλλα λόγια μοντέλα αγοράς με υψηλότερο ή χαμηλότερο βαθμό ρυθμιστικής παρέμβασης στον τρόπο λειτουργίας τους αναλόγως των πελατειακών αναγκών που προορίζονται να καλύψουν. Αξιοσημείωτο είναι ότι η δραστηριότητα λειτουργίας οργανωμένης αγοράς αναγνωρίζεται μόνο στους καλούμενους ως διαχειριστές αγοράς, ρόλος που θεσμικά αντιστοιχεί στον παραδοσιακό ρόλο των χρηματιστηρίων. Αντίθετα, ο κατάλογος των επαγγελματιών στην περίπτωση των ΠΜΔ είναι ευρύτερος. Η δραστηριότητα αναγνωρίζεται καταρχήν λειτουργικά ως επενδυτική δραστηριότητα που μπορούν να ασκούν οι Ε.Π.Ε.Υ. και τα πιστωτικά ιδρύματα, ενώ για να μην υπάρχουν άνισοι όροι ανταγωνισμού αναγνωρίζεται ως δραστηριότητα και των διαχειριστών αγοράς, ως φορέων που κατ' επάγγελμα ασκούν παρόμοιες δραστηριότητες (λειτουργίας οργανωμένης αγοράς). Για τη λειτουργία αγορών ΠΜΔ και οργανωμένων αγορών απαιτείται κατά νόμο προηγούμενη άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που χορηγείται εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που ορίζονται στο ν. 3606⁹⁵.

10.3. Τα ευρωπαϊκά διαβατήρια των νέων αγορών. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό γνώρισμα των παραπάνω μορφών αγοράς είναι ότι μπορούν να έχουν πανευρωπαϊκή παρουσία. Η MiFID περιλαμβάνει τις δραστηριότητες λειτουργίας σχετικών αγορών στον κατάλογο των διαβατηρίων που αναγνωρίζει για το χρηματοπιστωτικό τομέα, δεχόμενη ότι με απλές διαδικασίες γνωστοποίησης των αρμοδίων αρχών η κάθε δραστηριότητα μπορεί να ασκείται ελεύθερα σε κάθε Κράτος Μέλος της ΕΕ βάσει της μίας και μόνο άδειας που ο επαγγελματίας λαμβάνει από το κράτος μέλος καταγωγής του⁹⁶. Υιοθετείται δηλαδή η γνωστή και στο ευρωπαϊκό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς αρχή του κράτους μέλους καταγωγής (home member state principal), κατά την οποία αρμόδια αρχή για την αδειοδότηση και την προληπτική εποπτεία του επαγγελματία στο χώρο της κεφαλαιαγοράς (Ε.Π.Ε.Υ. ή του διαχειριστή αγοράς) είναι η αρχή του κράτους μέλους καταγωγής του.

Με αυτά τα δεδομένα πανευρωπαϊκής λειτουργίας των σχετικών αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, καθίσταται σαφές ότι οι αγορές ναυτιλιακών παραγώγων του ευρωπαϊκού χώρου αποκτούν άλλη δυναμική, εμβέλεια και δυνατότητα δράσης, αφού ως αγορές εμπίπτουσες στο χρηματοπιστωτικό τομέα μπορούν πλέον να αποκτούν διάφορες μορφές και να έχουν διαβατήρια και εύκαμπτες διαδικασίες λειτουργίας για πανευρωπαϊκή παρουσία.

10.4. Οι μηχανισμοί εκκαθάρισης στις συναλλαγές χρηματοπιστωτικών μέσων. Η δυνατότητα πανευρωπαϊκής παρουσίας ενισχύεται δε και από το γεγονός ότι οι εν λόγω αγορές μπορούν να επιλέγουν το σύστημα εκκαθάρισης που επιθυμούν για την εκκαθάριση των διεξαγόμενων σε αυτές συναλλαγών. Αυτή τη δυνατότητα δίνει η MiFID, αναγνωρίζοντας ότι η κάθε αγορά δικαιούται να έχει πρόσβαση ή να επιλέγει τέτοιο σύστημα στο πλαίσιο της ενιαίας πανευρωπαϊκής αγοράς και ειδικότερα ακόμη και αν το σχετικό σύστημα βρίσκεται σε άλλο Κράτος Μέλος, πέραν του κράτους καταγωγής της σχετικής αγοράς⁹⁷. Με γνώμονα αυτές τις αλλαγές, αναθεωρήθηκε όπως επισημάνθηκε και το ημεδαπό σύστημα εκκαθάρισης, με την κατάργηση του μονοπωλιακού συστήματος που ίσχυε στο χρηματοπιστωτικό και ιδίως χρηματιστηριακό τομέα και την υιοθέτηση, στη θέση του, αρχών αδειοδότησης, απελευθερωμένης λειτουργίας για τους φορείς αυτών των συστημάτων (διαχειριστές

⁹⁵ Βλ. για τα ΠΜΔ άρθρο 15 και για τις οργανωμένες αγορές άρθρα 41-48.

⁹⁶ Για τα θέματα αυτά βλέπε τα άρθρα 4 παρ. 1 (γ) και (δ), 31 παρ. 7, 32 παρ. 1, 33, 45 παρ. 6 και 7 του ν. 3606.

⁹⁷ Βλ. σχετικά θέματα στα άρθρα 34 και 58 του ν. 3606.

συστήματος) και εποπτείας τους υπό τους μηχανισμούς της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Υπό το πρίσμα αυτό, το θεσμικό πλαίσιο παρέχει σήμερα τη δυνατότητα ανάπτυξης συστημάτων εκκαθάρισης και στον τομέα των ναυτιλιακών παραγωγών. Όπως καταδείχθηκε ήδη, με το ν. 3606 δημιουργήθηκε θεσμικό πλαίσιο για την εκκαθάριση και τα σχετικά συστήματα και υιοθετήθηκαν οι απαραίτητοι κανόνες για την ύπαρξη ασφάλειας δικαίου ως προς την ομαλή λειτουργία τους (π.χ. close out netting κλπ.). Υπό τα αυτά εχέγγυα και κανόνες μπορούν συνεπώς να λειτουργούν σήμερα και τα συστήματα που ήθελαν ιδρυθεί για την εκκαθάριση ναυτιλιακών παραγωγών.

11. Αντί επιλόγου: Η διαμόρφωση αγορών ναυτιλιακών παραγωγών ως μοχλός περαιτέρω ανάπτυξης της ελληνικής κεφαλαιαγοράς

Όπως ειπώθηκε ήδη, οι αγορές ναυτιλιακών παραγωγών είναι ακόμη άγνωστες στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Αντίθετα όμως, οι ναυτιλιακές αγορές του ελληνικού συστήματος είναι από τις μεγαλύτερες σε διεθνή κλίμακα. Το γεγονός αυτό, αλλά και οι διακυμάνσεις στις τιμές των ναυλαγορών, δίνουν σημαντικά εναύσματα για την ανάπτυξη και στο σύστημά μας αγορών ναυτιλιακών παραγωγών.

Εξάλλου, παραδείγματα αγορών και συμβάσεων παραγωγών δεν είναι άγνωστα στο δίκαιό μας. Ήδη από το 1999 λειτουργεί χρηματιστηριακή αγορά παραγωγών στην Ελλάδα υπό τη διαχείριση του Χρηματιστηρίου Αθηνών, με βάση το ν. 2533/1997, ενώ οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές στον τομέα αυτών των χρηματοπιστωτικών μέσων έχουν αναγνωριστεί και λειτουργούν τόσο με βάση την τραπεζική νομοθεσία, το ν. 2076/1992 ήδη ν. 3601/2007, όσο και τη νομοθεσία του επενδυτικού τομέα, το ν. 2396/1996 και ήδη, όπως αναφέρθηκε, το ν. 3606/2007.

Η δοκιμασμένη αλλά και μακροχρόνια λειτουργία αυτών των αγορών αναδεικνύει την ανάγκη χρήσης των συμβάσεων παραγωγών ως συμβάσεων επένδυσης, αλλά και αντιστάθμισης κινδύνου. Αυτές τις λειτουργίες επιτελούν ήδη οι συμβάσεις παραγωγών που διενεργούνται σε διεθνή βάση στον ευρύτερο εξωχρηματιστηριακό και χρηματιστηριακό χώρο των ναυτιλιακών αγορών (Baltic Exchange, IMAREX, NYMEX κλπ.). Μέσω των συμβάσεων αυτών, οι πλοιοκτήτες αντισταθμίζουν τους κινδύνους από την πτωτική τάση των τιμών των ναύλων και άρα τη μείωση των εισοδημάτων τους, ενώ οι ναυλωτές από την ανοδική τάση και άρα την αύξηση των εξόδων τους.

Τις συμβάσεις ναυτιλιακών παραγωγών προβλέπει άλλωστε σήμερα ρητά το δίκαιό μας, παρέχοντας την απαραίτητη ασφάλεια δικαίου για τη λειτουργία τους και τη διαμόρφωση σχετικών αγορών και στην Ελλάδα. Πρόκειται για συμβάσεις που μπορούν να διενεργούνται σε αγορές της ευρύτερης γκάμας αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων που το δίκαιό μας αναγνωρίζει σε εναρμόνισή του προς το κοινοτικό.
