

OPZIONI CONTRO IL RISCHIO

Strumenti di per sé speculativi, possono essere utilizzate per ridurre i costi dell'investitore ed equilibrare il portafoglio. Soprattutto adesso che dopo anni di rialzo le prospettive sono tornate incerte. Consigli e indicazioni operative

■ di Sergio Pigoli
Sergio.pigoli@pigoliconsulenza.it

Le opzioni sono contratti finanziari che danno al compratore il diritto, ma non l'obbligo, di comprare o di vendere una quantità determinata di un'attività finanziaria o reale sottostante (titoli azionari e obbligazionari, indici azionari, tassi d'interesse, futures, valute, crediti, materie prime, energia, metalli preziosi, merci, prodotti agricoli...), ad un prezzo determinato, ad una data specifica (opzioni di tipo europeo) oppure entro una data specifica (opzioni di tipo americano).

Ma al di là della semplice definizione, perché parlare proprio ora di opzioni? Dopo un lungo periodo di rialzi delle Borse si cominciano ad intravedere sia nei mercati che nell'economia reale i primi segni di incertezza. Credo nessuno abbia la possibilità di

conoscere il futuro mettendo la mano sul fuoco date le incognite che caratterizzano un po' tutta la materia. Ecco che allora potrebbe essere il momento di tirar fuori dall'armamentario degli strumenti finanziari tutto ciò che può aiutare l'investitore in una navigazione forse meno facile di quella che abbiamo alle spalle. Per esempio proprio le opzioni. Una seconda ragione deriva dall'osservazione che la tecnologia e la concentrazione dei mercati finanziari hanno di molto accentuato la correlazione di comportamento fra attività e fra mercati fra loro diversi. Per usare un termine statistico, la correlazione fra i maggiori indici mondiali tende a valori vicini a uno (nel senso che tutti salgono e e scendono insieme nello stesso modo). Ne segue che i benefici che in passato erano raggiungibili attraverso la diversificazione si sono

GRAB
At 12:31 Op 43515 Hi 43515 M Lo 43292 M Prev 43476 Index OMON

Template List Edit Contract Months Security List SPMIB Index Go

Option Monitor: S&P/MIB INDEX
Center 43351.00 Number of Strikes 18 -or- % from Center Exchange C
(Composite)

CALLS						PUTS					
Ticker	Strike	Bid	Ask	Last	Volume	Ticker	Strike	Bid	Ask	Last	Volume
SPMIB 15 JUN 07 (Contract Size: 2.5)											
1) STM7C	39000			3828	y	19) STM7P	39000	168	180	176	10
2) STM7C	39500			3364	y	20) STM7P	39500	212	232	216	16
3) STM7C	40000	2790		2840	2	21) STM7P	40000	274	286	280	22
4) STM7C	40500	2360		2492	y	22) STM7P	40500	350	362	350	12
5) STM7C	41000	1965	2080	2088	y	23) STM7P	41000	444	458	446	14
6) STM7C	41500	1600	1655	1702	y	24) STM7P	41500	560	575	550	79
7) STM7C	42000	1260	1285	1270	13	25) STM7P	42000	710	730	710	18
8) STM7C	42500	955	975	1000	3	26) STM7P	42500	895	920	900	18
9) STM7C	43000	685	705	680	40	27) STM7P	43000	1130	1150	1120	13
10) STM7C	43500	466	480	490	17	28) STM7P	43500	1390	1430	1326	y
11) STM7C	44000	300	310	316	16	29) STM7P	44000	1700	1770	1640	y
12) STM7C	44500	180	188	182	6	30) STM7P	44500			2001	y
13) STM7C	45000	98	106	104	23	31) STM7P	45000			2408	y
14) STM7C	45500	48	58	53	51	32) STM7P	45500			2846	y
15) STM7C	46000	24	33	30	24	33) STM7P	46000			3312	y
16) STM7C	46500	14		9	y	34) STM7P	46500			3793	y
17) STM7C	47000	10	18	16	1	35) STM7P	47000			4283	y

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg L.P.
0 18-Apr-07 12:31:17

Ecco come si presenta il menu dei prezzi correnti per le varie possibilità di opzioni sull'indice SPMib. Più lo strike è vicino alle quotazioni correnti, e a maggior ragione se è addirittura al di sotto, più alto è il costo dell'opzione.

assai ridotti. Inoltre, al di là di quelli che gli agenti di cambio di una volta definivano "rapidi mosconi" per intendere il morde e fuggi brutale, per un portafoglio dove l'asset allocation sia la determinante principale risulta essere sempre più difficile sovraperformare in un lasso di tempo sufficientemente adeguato. Ecco che allora gli indici e le opzioni sugli indici possono utilmente, data anche la loro liquidità, giocare un ruolo maggiore nella gestione di portafoglio evitando di addossare all'investitore costi eccessivi. Molta strada è stata fatta dal lontano 1973, anno in cui Fischer Black e Myron Scholes formularono l'equazione alla base della formula per la valutazione delle opzioni che porta il loro nome e che gli valse nel 1997 l'assegnazione del premio Nobel. La teoria è stata abbondante-

mente sviscerata e nulla appare ancora da scoprire. E allora perché tornare sul tema? E' impressione di chi scrive che nell'immensa pubblicistica finanziaria molto si dedichi alla cronaca e spesso si tralascino alcuni ragionamenti in merito ai rischi che i portafogli assumono, soprattutto fra i privati investitori.

Le opzioni sono strumenti speculativi, ma nel loro utilizzo consentono, come vedremo, una modulazione del rischio complessivo del portafoglio.

MARKET TIMING

Evidentemente quando si effettua un investimento ci si aspetta che l'attività acquisita tenda a crescere nel tempo generando una plusvalenza. Tuttavia la storia insegna che non sempre le cose vanno nella direzione auspicata. E' vero che ci sono intere biblio-

teche dedicate all'elogio dell'investimento nel lungo periodo; ma, come diceva Keynes, nel lungo periodo siamo tutti morti. Come procedere allora? Capita spesso di attraversare dei momenti legati ad incognite di carattere generale in cui l'incertezza sembra essere la sola certezza. A momenti in cui tutto sembra apparire in chiave rosea si alternano giornate, settimane o addirittura mesi in cui senza apparente motivo le cose sembrano volgere al peggio. Ecco che allora le opzioni possono tornare utili al controllo del rischio della propria posizione, grande o piccola che sia. Nello specifico hanno una funzione assai importante soprattutto nella gestione del cosiddetto market timing (momento di ingresso nel mercato). Mentre infatti l'acquisto o la vendita di una normale attività

COSA SONO LE OPZIONI

LE OPZIONI SONO CONTRATTI FINANZIARI CHE DANNO AL COMPRATORE IL DIRITTO, MA NON L'OBBLIGO, DI ACQUISTARE UNA DATA QUANTITÀ DI UNA ATTIVITÀ FINANZIARIA SOTTOSTANTE (TITOLI, INDICI, VALUTE ETC...) AD UN DETERMINATO PREZZO DI ESERCIZIO CHIAMATO "STRIKE" AD UNA DATA SPECIFICA O ENTRO TALE DATA. NEL CASO IN CUI L'OPZIONE POSSA ESSERE ESERCITATA SOLO ALLA SCADENZA AVREMO OPZIONI COSIDDETTE "EUROPEE", MENTRE LE OPZIONI "AMERICANE"

DANNO AL POSSESSORE LA POSSIBILITÀ DI ESERCIZIO IN QUALUNQUE MOMENTO ENTRO LA DATA DI SCADENZA.

OPZIONE CALL

Garantisce al possessore il diritto di ricevere a scadenza (o entro la scadenza) e ad un prezzo prefissato il sottostante, oppure quando non possibile (ad esempio per opzioni su indici) il corrispettivo in denaro. Ovviamente l'esercizio avrà senso solo se il prezzo del sottostante sarà superiore allo strike ed il profitto realizzato sarà pari alla differenza tra il prezzo di mercato e lo strike.



Utili al controllo del rischio della propria posizione

viene ad essere effettuata a titolo definitivo, con le opzioni sia in acquisto che in vendita l'impegno che contrattualmente viene stipulato è riferito ad una scadenza predeterminata. Consente, in altri termini, di rinviare la decisione definitiva ad un momento successivo che tipicamente è il giorno di scadenza delle opzioni. A seconda della strategia che si vuole impostare possono di volta in volta venire comodi sia i put che i call.

USARE LE CALL

Prendiamo l'esempio di un investitore che abbia impostato il suo portafoglio con una componente azionaria abbastanza spinta. Per componente azionaria si intende non solo la totalità delle azioni che direttamente vengono acquistate, ma anche eventualmente fondi comuni con un'elevata

caratterizzazione azionaria. Ecco che se gli indici di riferimento che costituiscono l'insieme del portafoglio vanno a salire tutto procede per il meglio. Ma in periodi negativi sorgono inevitabilmente le domande in merito alla bontà del peso di portafoglio destinato ad attività con alto contenuto di equity (ho troppe azioni?) Qui spesso, vengono ad essere commessi errori di cui poi ci si può pentire. L'utilizzo delle opzioni può, almeno in parte, contribuire a ridurre alcuni possibili errori. Detenendo di fatto il sottostante risulta infatti possibile vendere in tutto o in parte, in momenti in cui si teme che i mercati possano scendere, dei call a copertura della posizione. Cosa succede di fatto? Intanto viene incassato il premio, il che non guasta. Al giorno di scadenza delle opzioni si andrà a vedere

a che prezzo sarà il valore del contratto sui cui si è venduto il call. Se quest'ultimo sarà più basso della base sulla quale il contratto è stato stipulato, il premio sarà incassato definitivamente ed andrà a diminuire il valore di carico dell'indice o dell'azione in portafoglio. Viceversa se il valore sottostante sarà aumentato, i guadagni saranno limitati al valore del call (come ipotesi: base del contratto vicina al prezzo del momento di stipula del contratto). Appare subito evidente che questa strategia "a posteriori" risulta, come quasi sempre accade con l'utilizzo delle opzioni, subottimale. Infatti se il titolo di riferimento nel frattempo sarà salito, meglio sarebbe stato non fare nulla acquisendo per intero la crescita di valore nel frattempo verificatasi. Viceversa nel caso di discesa dei prezzi meglio sarebbe

Il grafico sintetizza il profilo di profitti e perdite connesso con l'uso di opzioni call. L'asse orizzontale del grafico indica il prezzo del sottostante: verso destra vi è un aumento di prezzo, verso sinistra, cioè verso l'origine degli assi, i prezzi calano.

L'asse verticale indica invece i profitti (o le perdite) dell'acquirente dell'opzione. Come già detto l'opzione acquisirà senso solo se il prezzo di mercato del sottostante sarà maggiore del prezzo di esercizio. Dal momento che l'acquisto della call ha un costo (è il premio che si deve concedere a chi scrive l'opzione, a chi cioè accetta di garantire all'acquirente il diritto di acquistare il sottostante al prezzo prefissato) il grafico del payoff della call ha partenza in territorio negativo. In caso di ribasso dei prezzi, il valore della call tenderà a zero e

la massima perdita che l'investitore sosterrà sarà il premio pagato.

Questo strumento risulta ottimo per coloro i quali vogliono scommettere sul rialzo del mercato senza correre il rischio - in caso di ribasso - di subire le perdite in conto capitale connesse con il possesso diretto del sottostante. È utile anche per gli investitori che desiderano acquistare il titolo sottostante, ma vogliono differire nel tempo le uscite finanziarie che l'acquisto diretto del titolo comporterebbe.

OPZIONE PUT

Garantisce al possessore il diritto di vendere a scadenza il sottostante ad un prezzo prefissato. In questo caso l'esercizio avrà senso solo se il prezzo del sottostante sarà inferiore allo strike; il profitto realizzato ammonterà alla differenza

tra lo strike e il prezzo di mercato.

La Put è uno strumento che permette di guadagnare se il mercato scende. Il compratore di opzioni put vuole scommettere sul ribasso del mercato senza i costi connessi con lo "short selling" (vendita allo scoperto, cioè vendita di titoli che non si possiedono) né le perdite subite se il mercato va in direzione opposta a quella sperata (se i titoli si apprezzano sarà oneroso ricoprirsi).

Inoltre la put è spesso utilizzata da chi desidera proteggere il proprio portafoglio da ribassi del mercato. Acquistare un titolo e la relativa una put garantisce di ottenere i guadagni in conto capitale sul titolo in caso di mercato in salita e al tempo stesso di evitare di perdere se il mercato dovesse scendere. Infatti in questo secondo caso le perdite sul titolo verrebbero bilanciate

dall'apprezzamento dell'opzione; la massima perdita verrebbe comunque limitata al valore dello strike, ovvero al valore a cui il detentore della put ha il diritto di vendere i suoi titoli.

Questa strategia, chiamata "put protective strategy" è utilizzata per evitare che il portafoglio scenda sotto una soglia minima, è una sorta di assicurazione contro il ribasso con un costo pari al premio pagato per l'acquisto della put. Da notare che lo stesso profilo di ritorni si avrebbe con l'acquisto di un'opzione call con sottostante, strike e scadenza uguali.

In sintesi, le posizioni "lunghe" sulle opzioni consentono di prendere posizione scommettendo sul rialzo o sul ribasso del mercato con la possibilità di guadagno illimitato ed il rischio di una perdita limitata al prezzo del premio pagato.

stato vendere per intero l'intera posizione, magari rientrando, se proprio convinti, a prezzi più bassi invece che limitarsi ad incassare il solo valore del contratto call. Ma se il proverbio recita "Fammi indovino e ti farò ricco"; ne segue che l'obiettivo non è quello di scrutare dentro la sfera di cristallo, ma di gestire dinamicamente una posizione evitando gli eccessi sia positivi che negativi.

USARE LE PUT

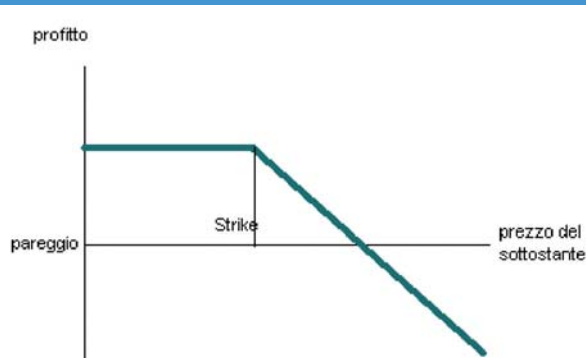
Altro tipo di strategia con le medesime caratteristiche di portafoglio è quella di acquisto di put. Temendo un possibile ribasso l'acquisto di put consente di proteggere le attività in portafoglio. Se a scadenza delle opzioni il temuto ribasso si sarà verificato, sui contratti put si genererà un utile che andrà a limitare le perdite

sostenute sulla posizione iniziale. Viceversa nel caso in cui il ribasso non dovesse verificarsi, il contratto put acquisito rappresenterà un costo che andrà a ridurre i guadagni realizzati sulla posizione di base.

Ma le opzioni non rappresentano solamente un utile strumento di gestione. Possono addirittura diventare un'alternativa all'investimento diretto. Nel caso in cui il profilo di rischio e quindi le posizioni azionarie di un portafoglio siano molto basse, con un contenuto di equity relativamente modesto, è allora possibile in sostituzione dell'investimento diretto, che altererebbe la rischiosità del portafoglio, comperare dei call sperando di beneficiare di un rialzo del mercato. In questo caso si conosce la perdita massima realizzabile, pari al controvalore dei call se il pre-

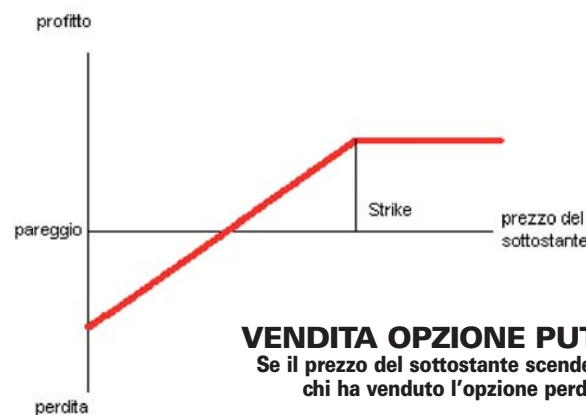
visto rialzo non si concretizza, mentre nel caso di salita si guadagnerebbe meno che non mediante l'acquisto diretto proprio perché il call va comunque pagato, ma pur di guadagni si parla.

Da ultimo, sempre in termini di costi, la fase storica è certamente propizia. Bassi tassi di interesse e bassa volatilità rendono il costo delle opzioni decisamente più abbordabile che non anni fa. Queste due componenti spiegano gran parte del costo delle opzioni. Se è più a buon mercato la materia prima, tassi di interesse e volatilità, e la tecnologia limita il margine che gli intermediari ricaricano su di essa (spread di intermediazione) ne segue che anche il prodotto finito, l'opzione in quanto tale, risulta essere relativamente più conveniente. ■



VENDITA OPZIONE CALL

Se il prezzo del sottostante sale, chi ha venduto l'opzione perde.



VENDITA OPZIONE PUT

Se il prezzo del sottostante scende, chi ha venduto l'opzione perde

Ma qual è il profilo di perdite e profitti per il venditore delle opzioni?

Bisogna sottolineare che mentre l'acquirente di opzioni a scadenza (o entro la scadenza per le opzioni americane) ha la facoltà di non esercitare il diritto (e da qui deriva il limite alle perdite che si possono subire) il venditore ha sempre l'obbligo di onorare l'impegno che l'opzione che ha scritto prevede.

Nel caso del venditore di una call, il payoff sarà il seguente:

Il profitto fisso iniziale (il premio incassato) va diminuendo all'aumentare del prezzo del sottostante: il venditore dell'opzione spera dunque che il mercato resti fermo o cali. A fronte di un profitto immediato limitato, la perdita è potenzialmente illimitata.

Nel caso della put:

In questo caso, invece, l'erosione del premio iniziale incassato si ha se il prezzo del sottostante cala: il massimo profitto si avrà se il prezzo resterà costante o salirà. Anche per il venditore della put il profitto sarà limitato, mentre la perdita "quasi" illimitata (il sottostante non può infatti assumere valore negativo, la massima perdita si avrà se questo varrà zero). Dato l'elevato profilo di rischio connesso con posizioni corte in opzioni, la vendita di questi strumenti è solitamente effettuata da investitori istituzionali che li usano all'interno di complesse strategie utilizzate per aumentare le performance di portafogli che includono i relativi sottostanti, in portafogli che assemblano più opzioni (e il premio incassato serve a diminuire i costi di queste strategie) oppure in arbitraggi.

(A cura di Borsa Italiana)