

Unità didattica sul mercato delle options

A cura di **ROSINA CANALINI**

docente di Discipline economico-aziendali

Il 20 maggio 1994 ha preso il via anche in Italia il **Mercato Telematico delle Opzioni** (MTO) dapprima solo sui futures BTP decennali poi sull'indice Mib 30 e sulle azioni. Le contrattazioni avvengono in telematico, iniziano alle ore 9.00 e terminano alle 17.00; gli operatori ammessi alle contrattazioni si suddividono in *market marker*, *broker* e *dealer*.

Anche in questo mercato i contratti sono garantiti dalla **Cassa di Compensazione e Garanzia** alla quale si devono versare depositi cauzionali iniziali ed i margini di variazione.

Le **opzioni sui BTP future** sono del tipo *future style*, in quanto il premio può essere pagato o alla scadenza del contratto o al momento dell'esercizio dell'opzione prima della scadenza, e contemporaneamente del tipo *americano* perché il contratto può essere risolto prima della scadenza. Alla stipulazione si devono versare alla Cassa di Compensazione per ogni contratto, come deposito cauzionale, lire 250.000. Le scadenze sono analoghe a quelle dei sottostanti futures (marzo, giugno, settembre, dicembre) e le posizioni sono valutate giornalmente dalla Cassa di Compensazione, che accredita ed addebita i margini nei depositi dei singoli operatori. A differenza del future, l'opzione rappresenta un rischio calcolato in quanto l'investitore conosce l'entità della perdita (nell'eventualità che la sua posizione sia sbagliata) poiché essa è pari al premio necessario per acquistare l'opzione.

Le opzioni sull'indice Mib 30 (Mibo)

Il 15 novembre 1995 ha preso il via il contratto option sul Mib 30 (l'indice della Borsa di Milano); operare su tale indice significa scommettere sull'andamento del mercato borsistico italiano. Il mercato è fatto da *market marker* che assicurano liquidità e forniscono continuamente prezzi denaro/lettera per cinque serie call e put e cinque scadenze del contratto.

ISO - Individual Stock Option

Il 19 gennaio 1996 ha preso il via il contratto option (ISO), per ora solo su sei titoli azionari (Eni, Generali, Fiat, Stet, Tim, Telecom Italia). Come le altre option trattate sul mercato italiano anche le ISO sono di tipo americano, i contratti hanno cinque scadenze ed il quantitativo minimo negoziabile è di 1.000 azioni.

Successivamente diverranno operative:

- le *option Flex*, cioè le opzioni flessibili in quanto le controparti hanno la possibilità di stabilire la scadenza ed il prezzo di esercizio;
- le *option a lunga scadenza*, cioè opzioni con scadenza a 1 o 2 anni.

Aspetti giuridici

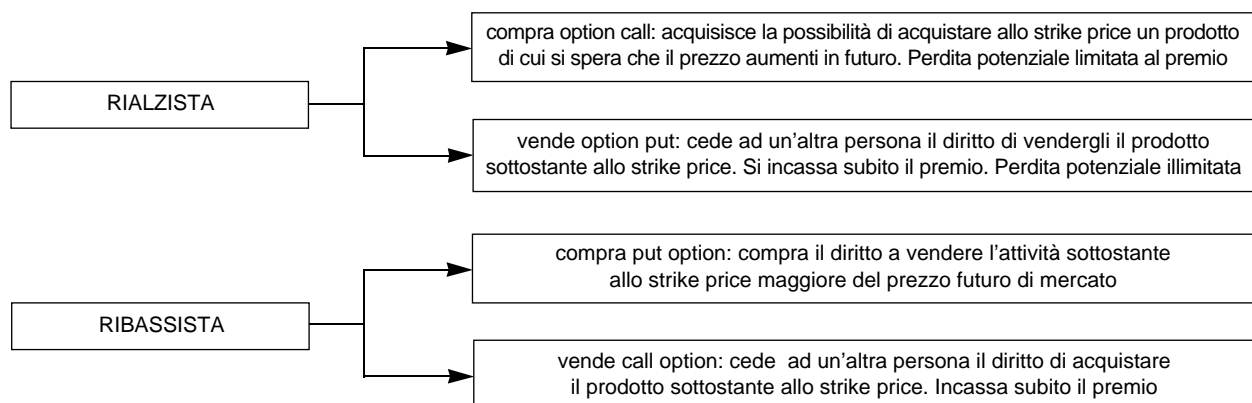
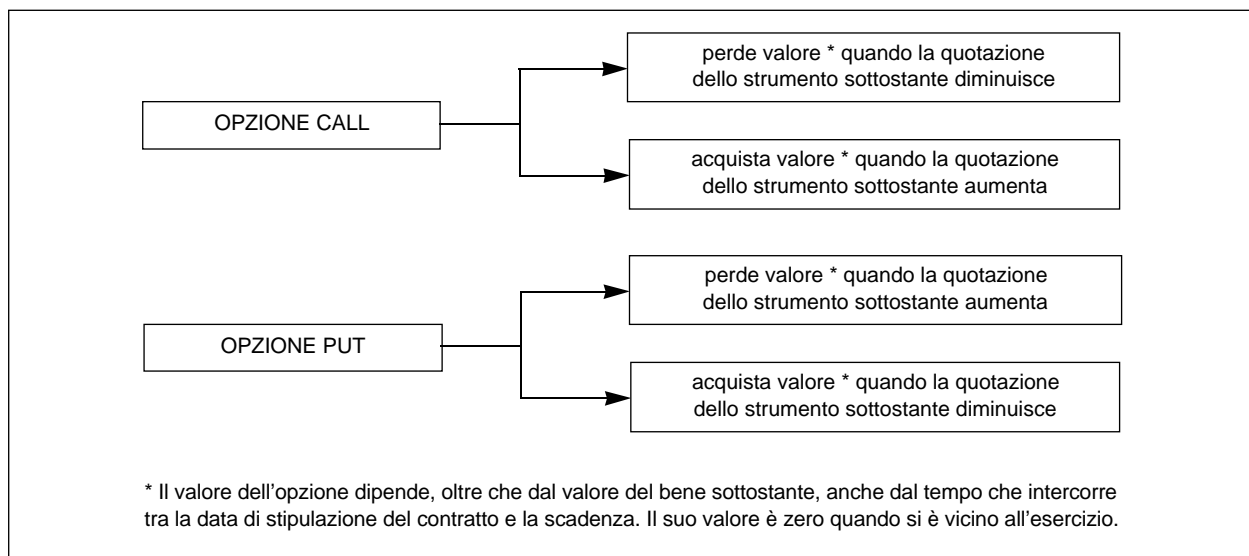
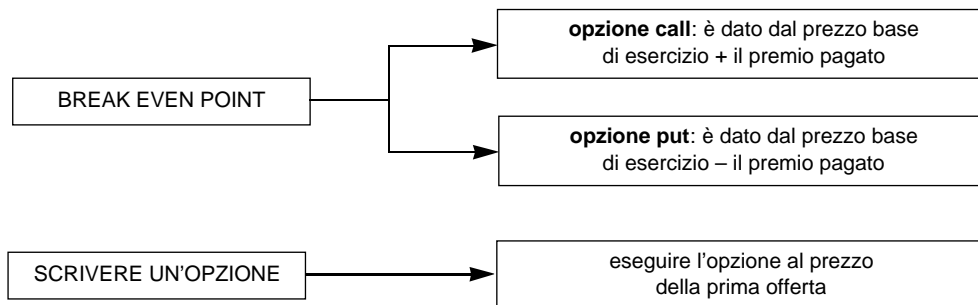
L'**option** è uno strumento finanziario costituito da un contratto che conferisce il diritto per l'acquirente di acquistare o vendere una determinata attività finanziaria o reale ad un prezzo e ad una data prefissata. Il diritto è rilasciato dal venditore (*writer*) all'acquirente (*holder*) contro pagamento contestuale di un premio che costituisce il prezzo dell'opzione.

L'operazione in questione si inquadra nella disciplina del **Contratto di opzione** previsto dall'art. 1331 C.C., il quale dispone che quando le parti convengono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione (proposta irrevocabile) e l'altra abbia facoltà di accettare o meno la dichiarazione della prima, quest'ultima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dal precedente art. 1329 C.C. Pertanto, con la stipulazione di un contratto di opzione, la parte cosiddetta venditrice dell'opzione, assume un impegno irrevocabile e fermo di acquistare o vendere una determinata attività a prezzo, condizioni e termini prefissati. L'altra parte, cosiddetta compratrice dell'opzione, si riserva la facoltà di accettare la proposta irrevocabile della prima parte e solo con la manifestazione della propria accettazione si conclude il contratto di compravendita.

L'opzione non va confusa con il contratto preliminare, perché da quest'ultimo deriva un obbligo reciproco a stipulare il contratto definitivo, laddove con l'opzione il beneficiario è libero di accettare o meno la proposta, ma, se accetta, il contratto è senz'altro perfezionato e non occorre attendere un ulteriore consenso della controparte. Va considerato, comunque, che tale fattispecie è stata qualificata da parte della dottrina anche come **contratto preparatorio di un contratto di compravendita**, che si concluderà in un secondo tempo (nei termini stabiliti nel contratto di opzione), soltanto se l'acquirente avrà manifestato accettazione della proposta del venditore dell'opzione.

Terminologia delle opzioni

STRIKING PRICE	=	prezzo di esercizio dell'opzione
ESERCITARE	=	utilizzare la facoltà data dall'opzione
PREMIO	=	prezzo dell'opzione
EXPIRY DATE	=	scadenza del contratto
AT THE MONEY	=	il prezzo corrente del bene sottostante l'opzione è uguale allo striking price
OUT THE MONEY	=	il prezzo corrente del bene sottostante l'opzione è inferiore allo striking price
IN THE MONEY	=	il prezzo corrente del bene sottostante l'opzione è superiore allo striking price



L'operatore che acquista option paga un premio.

L'operatore che vende option deve versare alla Cassa di Compensazione e Garanzia il **margin** di garanzia come accade per il future.

Borsa: così si punta sul futuro

Ha compiuto un mese l'ultimo arrivato tra i prodotti finanziari innovativi, l'opzione sull'indice di Borsa Mib 30 che ha debuttato il 15 novembre scorso sul mercato per i prodotti derivati (idem) di Piazza Affari. Ma di cosa si tratta esattamente? Possono trarne vantaggio anche i risparmiatori? Ecco, in sintesi, le caratteristiche principali dello strumento. L'opzione sull'indice è uno strumento altamente sofisticato e professionale, che si affianca al future sull'indice già esistente sul mercato italiano dei derivati da circa un anno.

Cosa si intende per derivati? La caratteristica degli strumenti derivati è che basano la loro esistenza su un "sottostante", che può essere una merce, un tasso di interesse, un titolo azionario, un titolo di Stato, un paniere di azioni (sinteticamente rappresentato da un indice di Borsa). I prodotti derivati principali, i futures o le opzioni, sfruttano l'effetto "leva finanziaria", ovvero permettono all'operatore di investire facendo ricorso a budget molto limitati. In altri termini, investendo in un contratto derivato, si versa una piccola somma che ne movimentata una molto più elevata, nei termini di 1 a 10.000.

La leva finanziaria offre enormi potenzialità di guadagno che possono anche tramutarsi in ingenti perdite perché il contratto viene liquidato rispetto al valore completo del contratto e non rispetto alla somma versata. Nel caso dell'opzione, però, il rischio è illimitato solo per chi vende il contratto; colui

che compra l'opzione, al peggio, perde il valore del premio pagato.

Cos'è un'opzione? L'opzione corrisponde a un diritto di acquistare (*call*) o vendere (*put*) uno specifico oggetto a un prezzo prefissato, per un certo periodo di tempo, dietro pagamento di un ammontare noto corrispondente al valore del premio. Caratteristica principale del contratto è che il detentore dell'opzione non si assume un obbligo di comprare (o vendere) l'attività finanziaria oggetto del contratto, quanto piuttosto acquisisce il diritto di scegliere se comprare (o vendere) alla scadenza.

Le opzioni sull'indice Mib 30. In questo caso, il contratto non è associato all'andamento di un solo valore sottostante, ma a quello di un indice (il Mib 30), che è riferimento dell'andamento complessivo di un gruppo di azioni. Operare con questo contratto è come scommettere sull'andamento futuro del mercato italiano.

L'opzione ha dei vantaggi rispetto al future: il rischio è limitato al valore del premio, mentre il potenziale guadagno è illimitato. Un esempio può aiutare a chiarire le idee.

Se l'investitore decidesse di comprare un'opzione di acquisto al prezzo di 450 con prezzo di esercizio 14.000 spenderebbe solo 4,5 milioni di lire (per l'effetto leva, per ogni 10.000 lire versa 1 lira); tecnicamente si dice che il valore del *tick* è di 10.000 lire. Rischiando "solamente" 4,5 milioni ottiene una posizione di 140 milioni. L'opzione di

acquisto avrà valore se il prezzo di esercizio pagato è inferiore al valore dell'indice; se così non fosse, alla scadenza l'investitore perderebbe il premio pagato. Il guadagno sarà invece dato dal differenziale tra l'indice e il prezzo d'esercizio moltiplicato per 10.000. Così se l'indice alla scadenza fosse 14.500, il guadagno per l'investitore sarebbe di 5 milioni meno 4,5 milioni pagati per il prezzo, cioè mezzo milione.

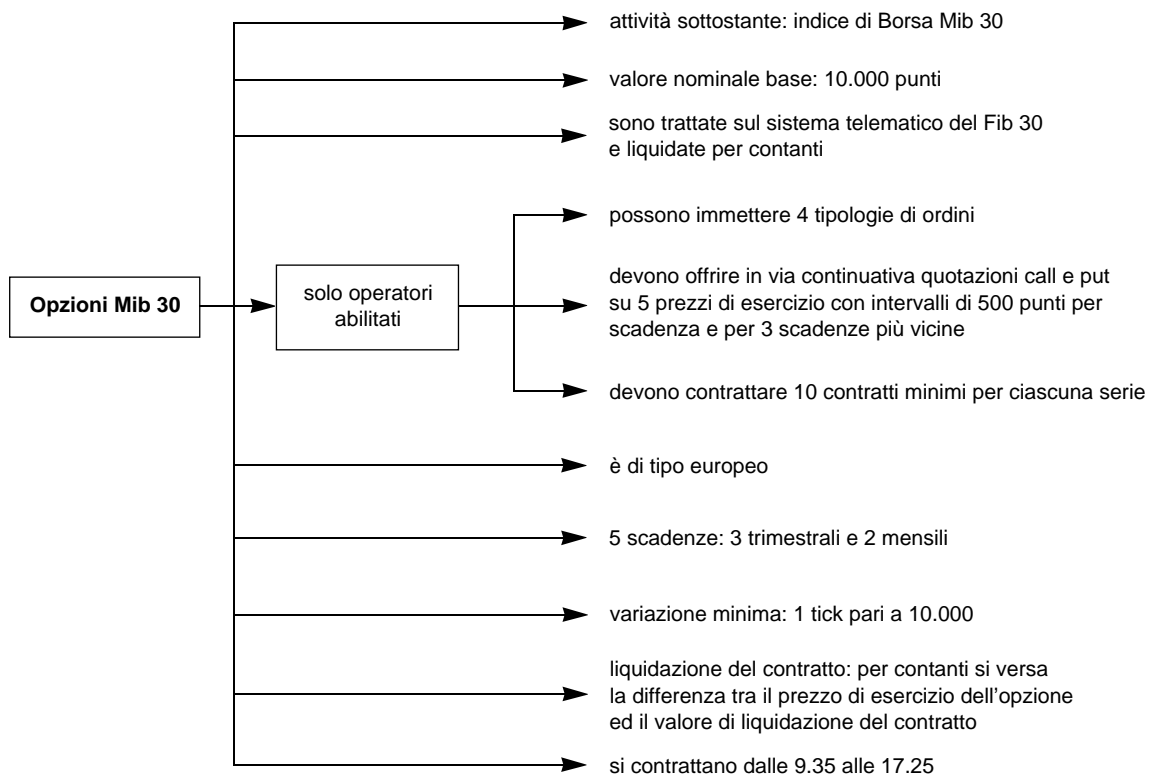
Come era prevedibile, nei primi giorni di contrattazione l'interesse degli operatori si è concentrato sulla scadenza più vicina, quella di dicembre.

Il contratto è partito sul mercato senza intoppi tecnici e, dal debutto, sono stati trattati in media 400 contratti al giorno.

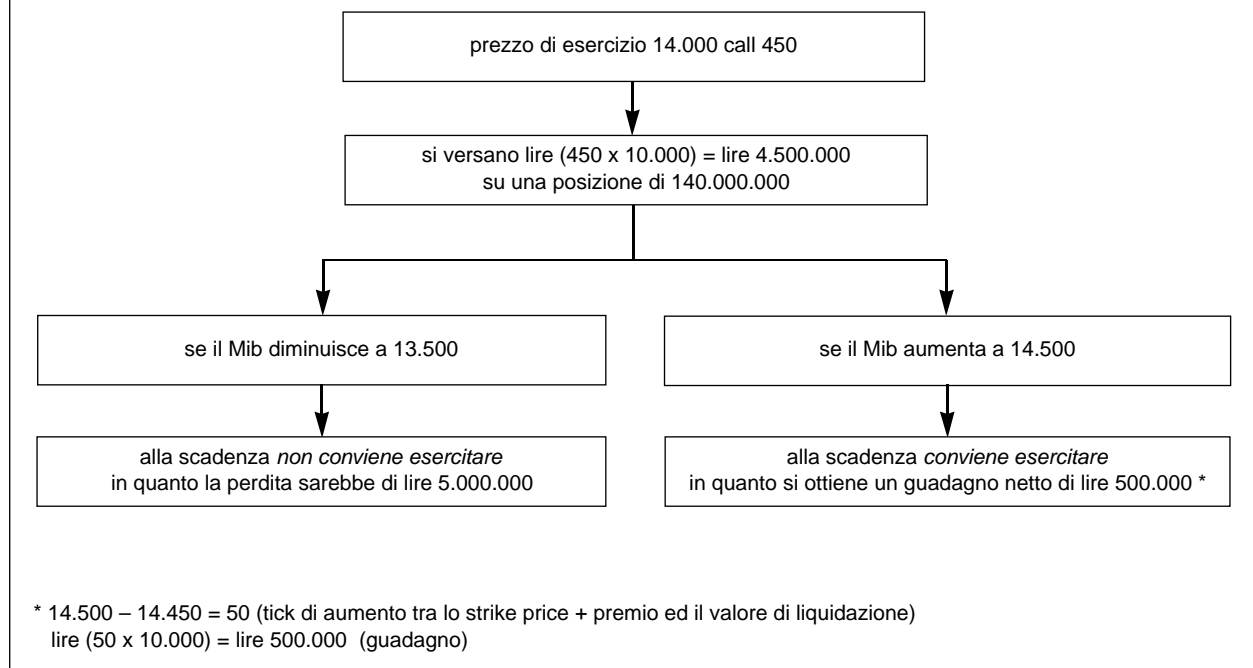
Le opportunità per i risparmiatori. Si tratta di uno strumento molto sofisticato, che di norma viene utilizzato da operatori istituzionali e da gestori di fondi. Qualche opportunità è off e r t a anche agli investitori privati che abbiano già un certo livello di confidenza con il mercato azionario. Il privato ha l'opportunità di "scommettere" sull'andamento dei 30 titoli azionari rappresentati dal Mib 30: comprerà un'opzione di acquisto se si aspetta una tendenza al rialzo o un'opzione di vendita nel caso opposto.

Il risparmiatore può investire nell'opzione sull'indice tramite le principali Sim che effettuano collocamento e distribuzione di valori mobiliari.

Fonte: Elena Vivi, «Il Sole 24 ore»



ACQUISTO OPZIONE CALL su Mib 30



Riferendoci all'esempio utilizzato per la schematizzazione relativa al Mib 30 si presentano le scritture in partita doppia.

Alla data dell'acquisto della call option:

Date	Cod.	Conti	Descrizione	Dare	Avere
../..	OPZIONI DI ACQUISTO	versato premio call su Mib 30	4.500.000	
../..	BANCA C/C	versato premio call su Mib 30		4.500.000

Alla scadenza:

1) se il prezzo è 13.500, non si esercita l'opzione

../..	....	PERDITE DA OPERAZIONI FINANZ.	costo per abbandono dell'opzione	4.500.000	
../..	....	OPZIONI DI ACQUISTO	costo per abbandono dell'opzione		4.500.000

2) se il prezzo è 14.500, si esercita l'opzione

../..	....	BANCAC/C	accr. guadagno su opzione Mib 30	500.000	
../..	....	PROVENTI DA OPERAZ. FINANZ.	accr. guadagno su opzione Mib 30		500.000

Nell'ipotesi che l'operatore acquisti una put option con lo strike price a lire 14.000 pagando un premio di lire 441, avrà convenienza ad esercitare solo se l'indice scende a 13.200. Infatti

lire $(14.000 - 13.200) = 800$

lire $(800 - 441) = 359$ (punti di guadagno)

lire $(359 \times 10.000) = 3.590.000$ (guadagno ottenuto)

OPTION su ISO (Individual Stock Option)

si contrattano dalle 9.30 alle 17.00

- attività sottostante: titoli azionari
- 1.000 azioni per ogni contratto
- premio riferito ad un'azione
- di tipo americano
- 5 prezzi di esercizio
- 5 scadenze: 3 trimestrali e 2 mensili
- alla scadenza si ha la consegna fisica dei titoli

Opzioni: quattro esempi per iniziare

Per comprendere il meccanismo delle opzioni, che da domani inizieranno ad essere trattate su una prima lista di sei titoli (Fiat, Tim, Eni, Stet, Generali e Telecom), s'è tentato di costruire un esempio per ciascuna delle quattro possibili soluzioni operative. S'è ipotizzato di trattare 10 lotti (di 1.000 titoli ciascuno) di azioni Fiat per la scadenza più breve (15 marzo), supponendo che la quotazione del titolo sia pari a 5.200 lire. A differenza dei premi, è quanto mai raro che chi opera in option vada in ritiro o in consegna di titoli alla scadenza; si cerca invece di chiudere la posizione con un'operazione di segno contrario.

Call in acquisto. Si acquistano i lotti (posizione rialzista) a un prezzo base (*strike price*) di 5.500 lire con l'opzione che vale 30 lire: l'importo dell'opzione è basso considerato quello piuttosto elevato (*out of the money*) della base che sconta già il valore del tempo. Si dovranno versare (contante) 300 mila lire più le commissioni di negoziazione (2% circa dell'importo del premio fatta salva una commissione minima). Dopo qualche giorno la quotazione di Fiat sale a 5.400 lire; vendo il *call* con

l'opzione che potrebbe valere circa 450 lire: il guadagno lordo è di 120 lire. Se la quotazione scende invece a 5.000 lire si perde il controvalore dell'option che verrà abbandonata.

Comprare un put. Ci si mette al ribasso, comprando la facoltà di vendere a un determinato prezzo. Si supponga di comprare *put* a 5.000 lire: l'opzione può valere circa 40 lire (la base è chiaramente *out of the money*). 1) Fiat sale a 5.500 lire: l'opzione non ha più alcun valore e verrà abbandonata perdendo l'importo del premio; 2) Fiat scende a 5.000 lire: rivendo il *put* con la stessa base e l'opzione che potrebbe valere circa 150-200 lire (il valore dell'opzione è in relazione al tempo residuo), lucrando quindi una discreta plusvalenza.

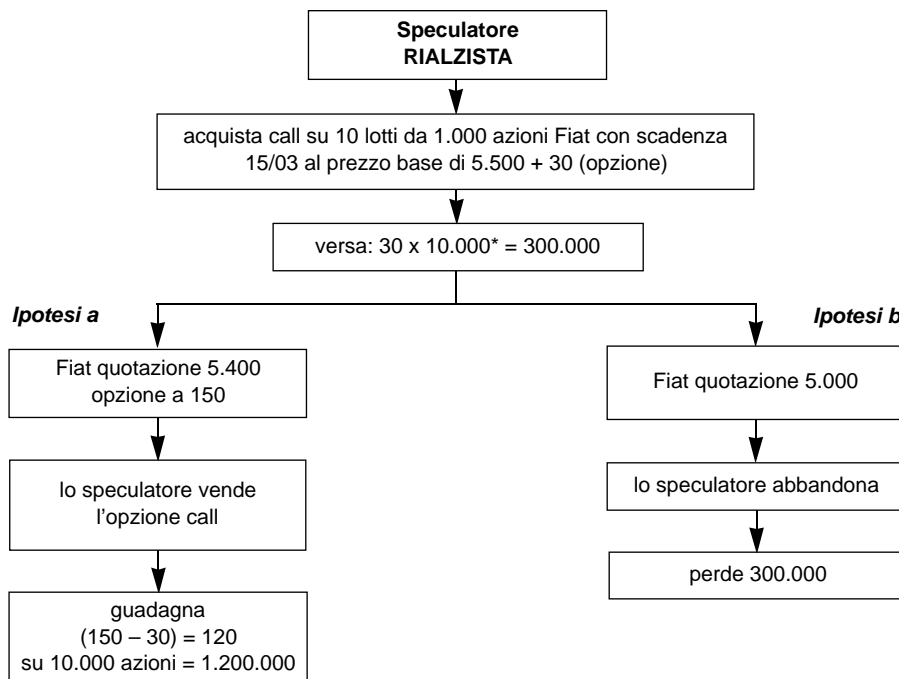
Vendere un call. È un'altra soluzione ribassista: si cede la facoltà di comprare dei titoli a un determinato prezzo. S'immagini di farlo a 5.250 lire, incassando un'opzione di circa 150 lire. Devo versare un margine di garanzia alla Cassa di compensazione (variabile dal 6 all'8% circa del sottostante, anche se il calcolo esatto si presenta piuttosto complesso). Se la

quotazione del titolo sottostante sale, devo adeguare giornalmente il margine versato. 1) Fiat sale a 5.400 lire: l'opzione potrebbe valere 250-300 lire; posso chiudere la posizione in perdita o mantenerla adeguando il margine iniziale. 2) Fiat scende a 5.000: l'opzione avrà un valore inferiore (supponiamo 50 lire) e posso ricoprimi comprando un *call* e guadagnando 100 lire lorde.

Vendere un put. Si cede la facoltà di vendere a un determinato prezzo (posizione rialzista): si supponga di farlo con base 5.250 con un'opzione di 200-220 lire di valore (i *put* costano un po' più dei *call*). Si versa un margine di garanzia alla Cassa di compensazione, adeguandolo man mano che il prezzo scende. 1) Fiat sale a 5.400 lire: l'opzione perde di valore (si supponga 50 lire), chiudo la posizione ricomprando il *put* e lucrando 150-170 lire lorde. 2) Fiat scende a 5.100: l'opzione sulla stessa base cresce (350 lire circa) e posso ricoprimi in perdita o mantenere la posizione adeguando i margini.

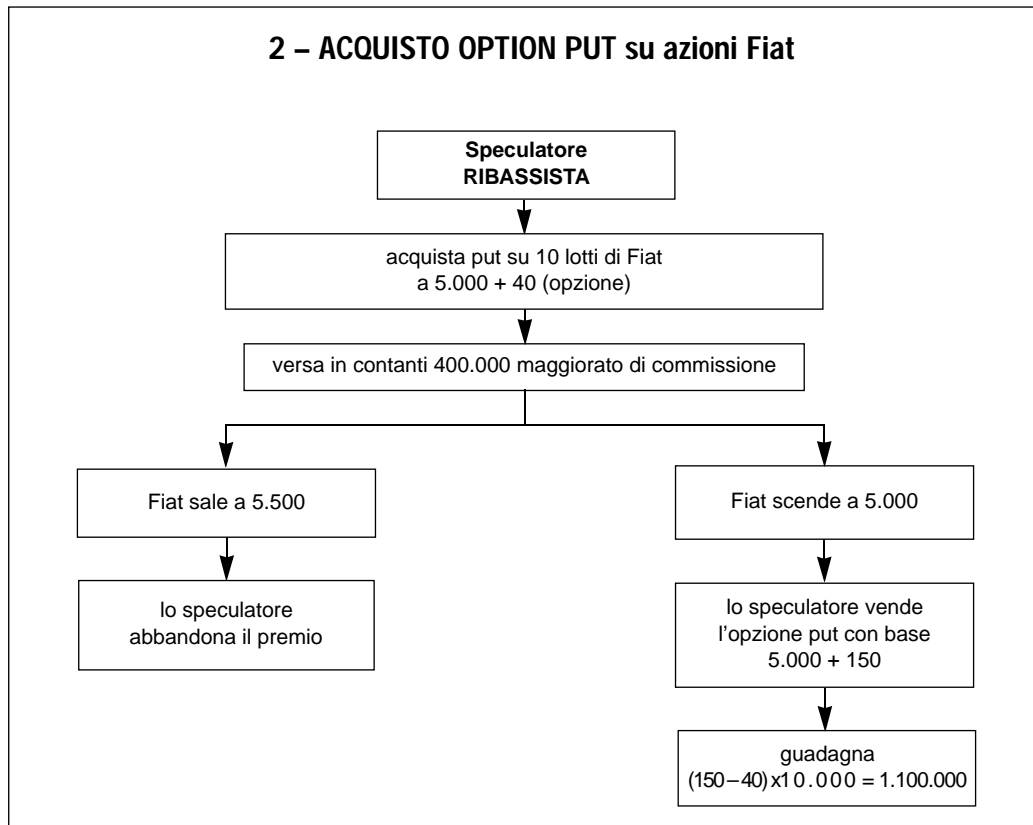
Fonte: «Il Sole 24 Ore», 18 febbraio 1996 (con la collab. di Tito Rainis di Caboto S i m)

1 - ACQUISTO OPTION CALL su azioni Fiat

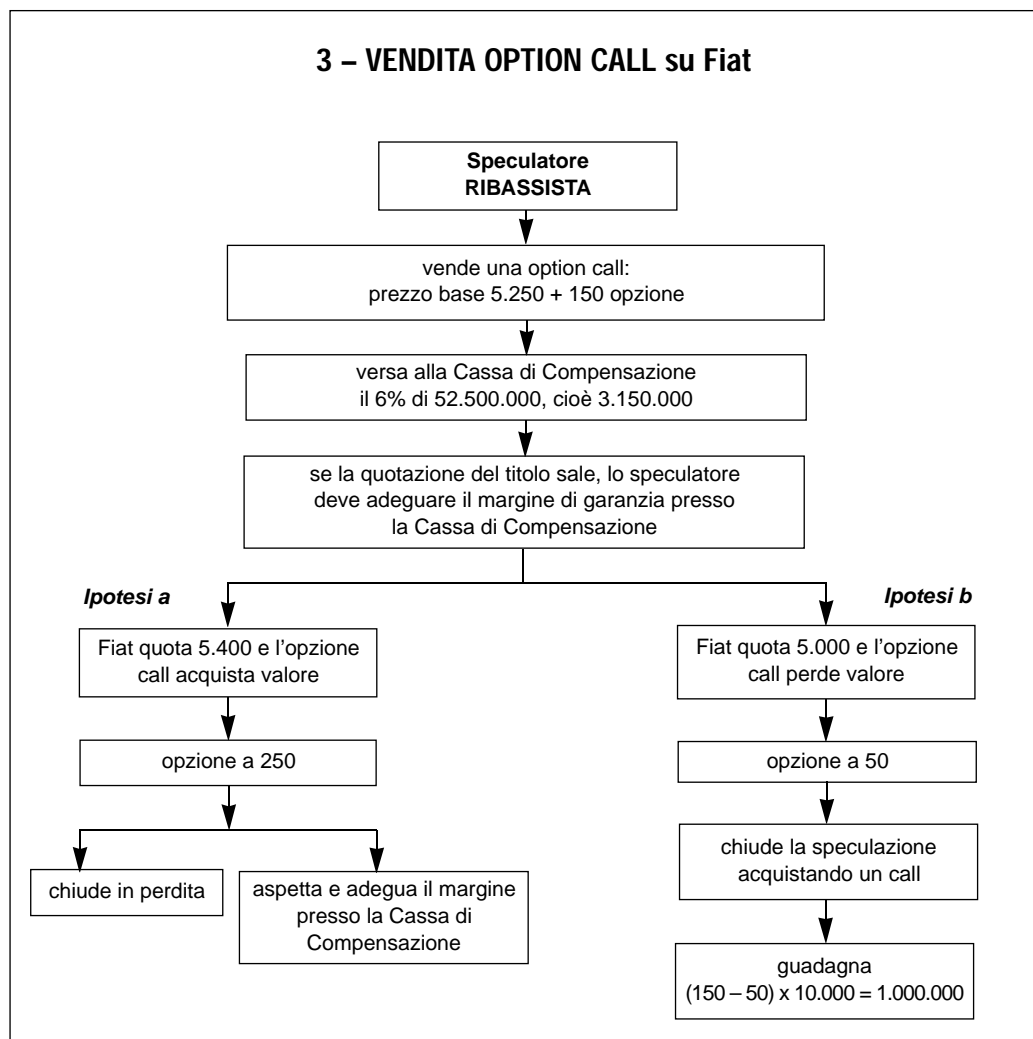


* Lotti: 10; azioni per lotto : 1.000 (10 x 1.000 = 10.000 titoli).

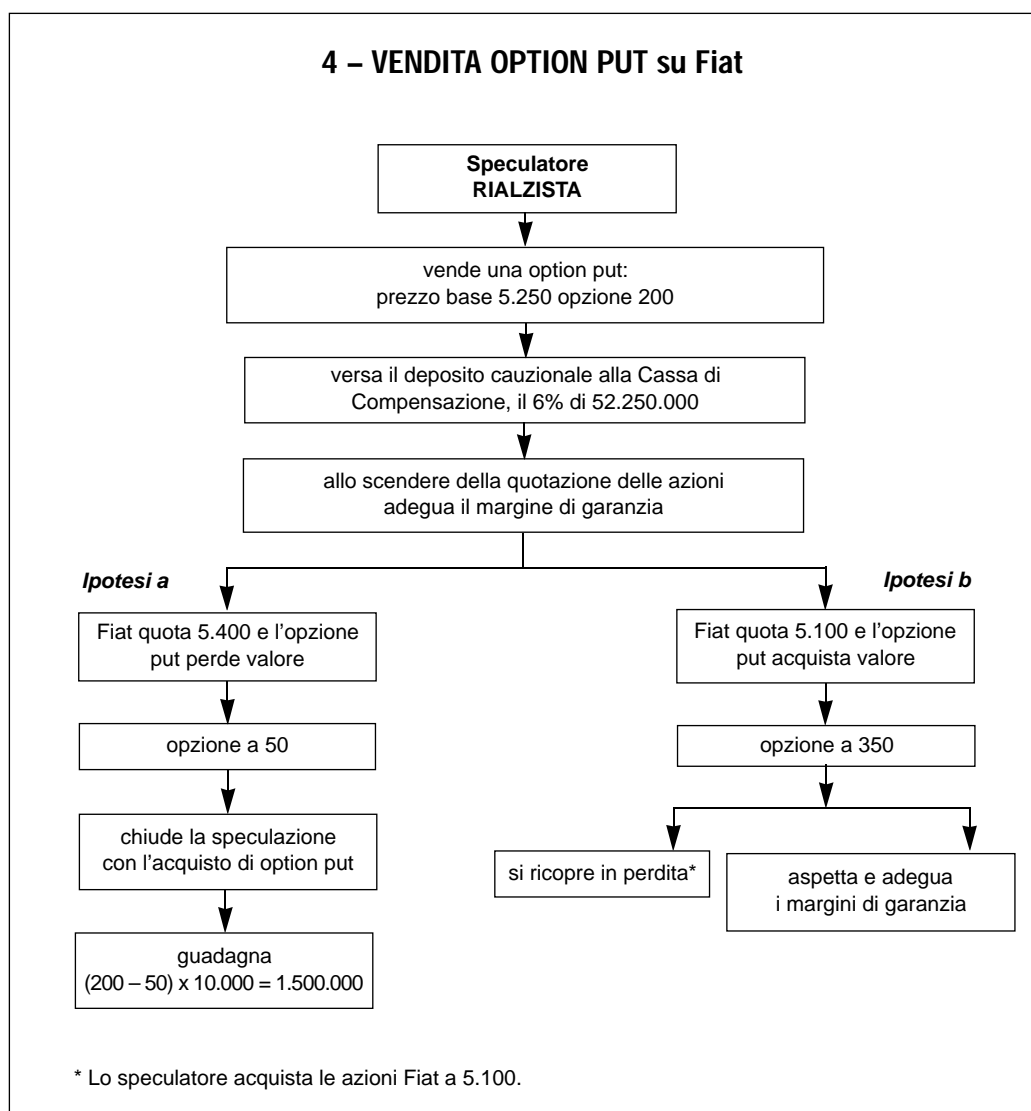
2 – ACQUISTO OPTION PUT su azioni Fiat



3 – VENDITA OPTION CALL su Fiat



4 – VENDITA OPTION PUT su Fiat



Riferendoci agli esempi di acquisto e vendita di opzioni call e put (schema 1 e 2), per quanto riguarda le registrazioni in partita doppia, esse saranno analoghe a quelle già considerate precedentemente. Nell'eventualità che la speculazione giunga a scadenza con la consegna fisica dei titoli le registrazioni in P.D. saranno le seguenti:

1) Acquisto di un'opzione call su 10 lotti di azioni Fiat al prezzo di 5.500 + 30

../..	....	OPZIONI DI ACQUISTO	acquisto di una call su 10 lotti Fiat	300.000	
../..	....	BANCA X C/C	acquisto di una call su 10 lotti Fiat		300.000

Alla scadenza del contratto si possono verificare due situazioni :

a) le Fiat quotano 5.000: lo speculatore abbandona

../..	....	PERDITE DA OPERAZIONI FINANZ.	perdita per abbandono option	300.000	
../..	....	OPZIONI DI ACQUISTO	perdita per abbandono option		300.000

b) le Fiat quotano 5.620: lo speculatore esercita l'opzione

../..	....	TITOLIAZIONARI	esercizio opzione	55.300.000	
../..	....	BANCA X C/C	esercizio opzione		55.000.000
../..	....	OPZIONI DI ACQUISTO	esercizio opzione		300.000

Se contestualmente vende i titoli al valore di mercato si avrà:

../..	....	BANCA X C/C	venduti titoli in portafoglio	56.200.000	
../..	....	TITOLI AZIONARI	venduti titoli in portafoglio		55.300.000
../..	....	PLUSVALENZA FINANZIARIA	venduti titoli in portafoglio		900.000

2) Acquisto di un'opzione put su 10 lotti di azioni Fiat al prezzo 5.000 + 40.

Si versa il valore del put

../..	....	OPZIONI DI VENDITA	acquistati put su Fiat	400.000	
../..	....	BANCA X C/C	acquistati put su Fiat		400.000

Anche in questo caso alla scadenza del contratto si possono verificare due ipotesi:

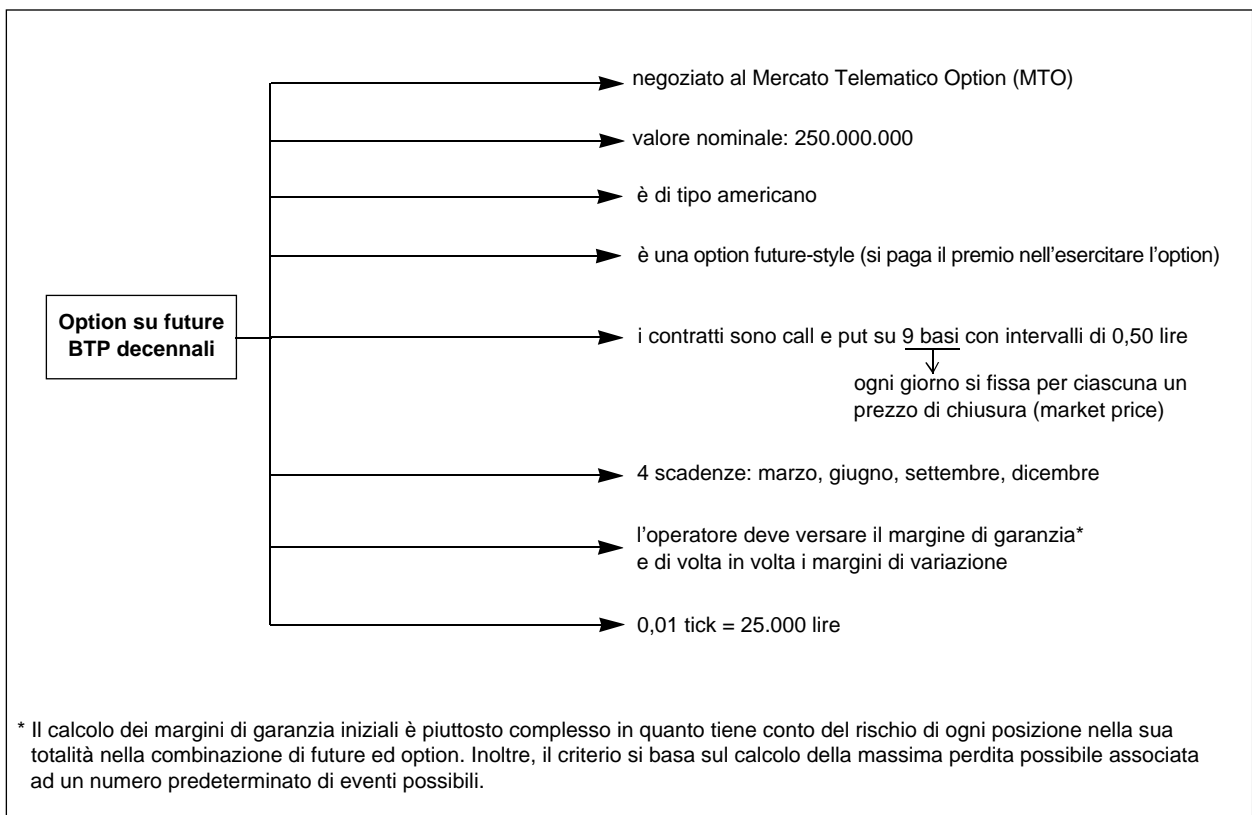
a) le azioni Fiat quotano 4.500, lo speculatore esegue l'opzione

../..	....	BANCA X C/C	vendute azioni Fiat	50.000.000	
../..	....	TITOLI AZIONARI	vendute azioni Fiat		45.000.000
../..	....	PLUSVALENZA FINANZIARIA	vendute azioni Fiat		4.600.000
../..	....	OPZIONI DI VENDITA	vendute azioni Fiat		400.000

b) Le azioni Fiat quotano 5.300: lo speculatore non esegue l'opzione ed il costo del diritto diventa un costo d'esercizio

../..	....	PERDITE DA OPERAZIONI FINANZ.	non eseguita l'opzione su azioni Fiat	400.000	
../..	....	OPZIONI DI VENDITA	non eseguita l'opzione su azioni Fiat		400.000

Le registrazioni in P.D. della speculazione dello schema 3 e 4 saranno simili a quelle già considerate.



A conclusione dell'Unità didattica ed anche per comprendere al meglio che l'opzione è, oltre che un'operazione di speculazione, un'operazione di copertura dei rischi di mercato, riportiamo un brano dell'articolo *Attenti al virus* di Pietro Banas (tratto da "Il Mondo", 21/28 novembre 1994).

Come nasce l'operazione

Non è facile spiegare in che cosa può consistere uno strumento derivato. Questo caso, costruito su di una compagnia aerea immaginaria (Albatros) e sulla sua banca di fiducia, aiuta però a comprendere i termini della questione.

1 L'Albatros Airways desidera assicurarsi contro due rischi: un rialzo dei tassi di interesse, che farebbe impennare il costo del suo prestito bancario a tasso variabile, e un rialzo dei prezzi del petrolio, che comprometterebbe la sua capacità di acquistare carburante per gli aerei. L'Albatros è in grado di reggere a entrambe le eventualità, purché queste si presentino separatamente. In caso contrario, l'avvenire della compagnia aerea ne uscirebbe compromesso.

2 La banca della compagnia aerea accetta di proteggere l'Albatros contro questo doppio rischio e offre all'Albatros l'equivalente di un'opzione di vendita su buoni del Tesoro Usa, che conferisce all'Albatros il diritto di vendere buoni del Tesoro a un determinato prezzo a una certa data futura. Il valore dell'opzione sale di pari passo con il rialzo dei tassi d'interesse e il ribasso dei prezzi delle obbligazioni. Significa che l'eventuale guadagno dell'Albatros sull'opzione compenserebbe i maggiori costi del prestito dovuti al rialzo dei tassi d'interesse. Per tenere bassi i costi di questa polizza, la banca offre l'opzione soltanto se anche i prezzi del petrolio superano una certa soglia. In questo modo l'Albatros è protetta solamente da un concomitante rialzo dei tassi d'interesse e dei prezzi del petrolio.

3 A questo punto, è la banca e non l'Albatros a venir toccata se salgono i prezzi del petrolio e i tassi d'interesse. Se l'Albatros eserciterà la sua opzione, la banca dovrà acquistare buoni del Tesoro dalla compagnia aerea al prezzo d'opzione. Ma potrebbe venderli solamente a un prezzo di mercato più basso, riportando così una perdita.

4 Di fronte a questo ventaglio di circostanze, quindi, la banca si premura di coprire questo rischio, cioè di assicurarsi contro il pericolo di dover registrare una perdita a causa del contratto di copertura sui rischi assicurato alla società aerea Albatros.

1. Per assicurarsi contro il rischio del calo dei prezzi delle obbligazioni (che poi è come dire un rialzo dei tassi di interesse) l'istituto di credito vende futures delle obbligazioni del Tesoro alla Chicago Mercantile Exchange (una delle Borse merci di Chicago). Se i prezzi dei titoli del Tesoro scendono, sale il valore della posizione in buoni del Tesoro, generando un guadagno che bilancia la perdita della banca sull'opzione detenuta dalla Albatros. Per coprirsi dal rischio di un rialzo dei prezzi petroliferi, l'azienda creditizia acquista futures del petrolio della Nymex (New York Mercantile Exchange, una delle Borse merci di New York). Così, qualora salissero i prezzi del petrolio, salirebbe anche il valore dei futures petroliferi dell'istituto bancario in modo da coprire la sua potenziale perdita sul mercato del petrolio.

2. Ma il gioco dei futures rappresenta soltanto una fase temporanea. Non appena possibile, la banca trova un cliente che abbia bisogno di assicurarsi contro rischi che siano l'esatto opposto

di quelli cui si trovava di fronte l'Albatros; in altre parole, un'azienda che rimarrebbe danneggiata qualora calassero i tassi di interesse e i prezzi del petrolio.

Che cosa può succedere

Non sempre i meccanismi dei prodotti derivati funzionano, come ha dimostrato il recente terremoto del mercato finanziario. Talvolta i presupposti delle operazioni si modificano profondamente e tutte le coordinate economiche possono subire un brusco quanto rapido capovolgimento. Ecco che cosa può succedere alle parti in causa.

LA COMPAGNIA AEREA. L'opzione sulle obbligazioni dell'Albatros potrebbe riguardare una quantità di petrolio in realtà superiore al suo fabbisogno, perché c'è una stasi dell'attività e l'azienda ha bisogno di meno carburante per gli aerei. In questo caso ha esagerato con le sue esigenze di petrolio, facendo una scommessa sul futuro dei prezzi petroliferi. Per evitare questo pericolo la compagnia deve ristrutturare la sua opzione per ridurre la quantità di petrolio coperta.

LA BANCA. Ma potrebbe rivelarsi sbagliata anche la formula della banca che mostra come siano legati fra loro i prezzi del petrolio e i tassi d'interesse (base che serve per bilanciare la compravendita di titoli sui mercati dei futures di buoni del Tesoro e del petrolio). In questo caso, le operazioni effettuate non sarebbero sufficienti a generare un reddito tale da compensare i suoi obblighi nei confronti dell'Albatros. E la banca registrerebbe così una perdita.