



Глава 9

Знакомство со стилями опционов

В ЭТОЙ ГЛАВЕ...

- » Индексы и опционы на индексы
- » Особенности стилей опционов
- » Права и обязанности по опциону
- » Истечение срока действия опциона

Торгуя любым инструментом, намного важнее знать, сколько вы можете потерять, чем рассчитывать на прибыль. И опционы ставят перед вами уникальные вызовы, поскольку используют заемные средства и имеют дату истечения срока действия — что дает вам возможность управлять ценной бумагой, которая может быть нестабильной и “раствориться в воздухе”. Эта глава посвящена индексам, опционам на индексы и их влиянию на торговлю. В ней также рассматриваются стили исполнения, проблемы назначений и другие вещи, с которыми нужно соблюдать осторожность при истечении срока действия опциона.

Индексы и опционы на индексы

Как раз когда вы думаете, что начинаете понимать, как справиться с ситуацией, рынок опционов совершает непредвиденный поворот. Например, можно сгруппировать вместе большинство месячных биржевых опционов на акции

для применения стратегий или управления позицией, потому что их базовые характеристики совпадают, так как последняя торговая дата и время закрытия совпадают для всех месячных опционов на акции. С опционами на индексы все обстоит немного сложнее, потому что одни и те же важные компоненты могут варьироваться в зависимости от контракта. Но не надо бояться. Перед вами учебник по индексам и опционам на индексы, который поможет вам избежать некоторых неприятных сюрпризов.

Детальное рассмотрение фондовых индексов

Фондовый индекс (биржевой индекс) — это индикатор состояния рынка ценных бумаг, рассчитанный на основе определенного набора (так называемой корзины) наиболее ликвидных обыкновенных акций или облигаций. Отображая общую тенденцию базовых активов, собранных в эту единую группу, биржевые индексы помогают инвестору оценить состояние фондового рынка в целом и определить свое место на рынке.

Обзор популярных индексов

Большинство инвесторов знают популярные индексы. Ниже приводится краткий обзор самых популярных индексов и их ключевых характеристик.

- » **S&P 500 (SPX):** это инструмент профессионалов для измерения тенденций фондового рынка США. Именно индекс S&P 500 позволяет почувствовать здоровье обширной группы акций большой капитализации США. Индекс используют профессиональные финансовые менеджеры и индивидуальные инвесторы по всему миру, чтобы проверить пульс фондового рынка США. Биржевой индексный фонд S&P 500 SPDR (SPY) является популярным торговым инструментом, где расчет основан на доставке акций, в отличие от опционов на индексы, которые оплачиваются денежными расчетами.
- » **Промышленный индекс Доу–Джонса:** чтобы понять, как чувствуют себя 30 компаний-“голубых фишек” на фондовом рынке США, используют другой широко известный индекс Доу. Этот индекс часто используется частными лицами и новостными каналами. Он может быть отличным для торговли через свой Diamonds (DIA) ETF, несмотря на его сравнительно небольшое количество составляющих.
- » **Nasdaq-100 (NDX):** если вам нравится более быстрый темп, используйте индекс Nasdaq-100, составленный из 100 крупнейших нефинансовых компаний, торгующих на бирже Nasdaq. Индекс состоит главным образом из акций технологической отрасли, таких как Alphabet (GOOGL) и Apple (AAPL) и чаще всего используется для анализа этого сектора. Обычно он колеблется вверх и вниз сильнее, чем S&P 500 или Доу. У него также есть узнаваемый ETF, QQQ ETF.



ЗАПОМНИ!

Рыночная капитализация, или капитализация компании, рассчитывается путем умножения текущей цены акций на общее количество акций в обращении. Рыночная капитализация может быть большой, средней и маленькой.

Фокусирование на конкретной группе акций

Если вы хотите сосредоточиться на более конкретном секторе или группе акций, этот список содержит некоторые из самых популярных индексов.

- » **Индекс сектора полупроводников PHLX (SOX):** если вы хотите сосредоточиться только на акциях полупроводниковых компаний, таких как Intel (INTC), а не всех акциях технологического сектора, вы можете использовать один индекс — SOX. Он отслеживает рынок 19 различных полупроводниковых компаний.
- » **Russell 2000 Index:** этот индекс позволяет вам сфокусироваться на двух уровнях, отслеживая акции малой капитализации, имеющие ориентацию на рост. Ожидайте большие колебания в обоих направлениях, потому что акции малой капитализации меньше влияют на рынок в целом, чем акции большой капитализации.



СОВЕТ

Поскольку индекс состоит из группы акций, снижение одной акции может компенсироваться ростом другой акции. В результате вы обнаружите, что индексы, как правило, менее волатильны, чем отдельные акции. К тому же, если изменение цены одной акции становится “заразным”, как это часто бывает, индекс может стать таким же изменчивым, как отдельная акция. В некоторых секторах это можно увидеть чаще, чем в других. Например, акции секторов технологии и энергии часто торгуются “блоком”, что означает аналогичные модели и тенденции.

Расчет индексов и влияние поведения акций

Важно понимать, что не все индексы рассчитываются одинаково. Один из основных методов расчета фондовых индексов — это метод вычисления взвешенного среднего арифметического с использованием различных способов взвешивания. Данный метод используется для вычисления среднего индекса рейтингового агентства Standard & Poor’s (S&P 500). Назовем следующие три способа взвешивания для построения индекса по этому методу:

- » взвешивание по цене акций в выборке (благоприятствует более дорогим акциям);
- » взвешивание по стоимости выборки (благоприятствует акциям большой капитализации);

- » взвешивание путем приравнивания весов акций компаний (каждая акция имеет одинаковое влияние).

Имея базовые знания о различных методах расчета фондовых индексов, вы гораздо лучше чувствуете, как поведение одной акции влияет на поведение индекса. Это зависит от конструкции индекса. Следующие примеры показывают, что я имею в виду.

- » **Если для расчета индекса используется метод взвешивания по цене акций, то снижение цены дорогостоящей акции приводит к большему снижению индекса по сравнению с вариантом падения цены более дешевой акции.** Индекс Доу является примером взвешенного по цене индекса, на который больше влияет цена акции Boeing (торгуется около 175 долл.), чем Pfizer (торгуется около 35 долл.).
- » **На индекс, взвешенный по рыночной капитализации, такой как S&P 500, больше влияет высокая рыночная капитализация акций независимо от цены.** Например, на момент написания этой статьи рыночная капитализация Alphabet (GOOGL) составляла 585 млрд долл. Сравним ее с Xilinx (XLNX), специализированной полупроводниковой компанией, которая тоже входит в состав S&P 500. Когда цена GOOGL движется вверх или вниз, это создает большее изменение в S&P 500, чем Xilinx, которая имеет рыночную капитализацию около 15 млрд долл.
- » **Все акции в индексе, взвешенном путем приравнивания весов акций, должны иметь одинаковое влияние на значение индекса.** Чтобы сохранить условие баланса, требуется ежеквартальный пересмотр акций. Это делается для того, чтобы акции, которые получили большую прибыль в течение последних трех месяцев, не стали слишком сильно влиять на значение индекса.



ТЕХНИЧЕСКИЕ
ПОДРОБНОСТИ

Лучший способ получить конкретную информацию об индексе — обратиться к веб-сайту компании, которая его создала. Вы можете там получить список акций, облигаций или товаров для индекса, а также другую полезную информацию. Например, вы можете узнать уровни индекса, диаграммы, метод построения и списки компонентов для индексов Доу–Джонса по ссылке www.djindexes.com.

Итак, кто создает эти индексы и почему это должно вас волновать? Индексы создают разные группы, в том числе финансовые информационные компании, биржи и брокерские фирмы. Зная, какие компании их создали, вы можете полу-

чить все подробности о конструкции индексов, которые нужны для построения стратегий торговли. В табл. 9.1 приведены примеры индексов с указанием компаний, которые их рассчитывают, и советы по их использованию.

Таблица 9.1. Фондовые индексы и компании, которые их разработали

Имя	Символ	Компания	Использование
S&P 500	SPX	Standard and Poor's	Торговля или хеджирование портфеля акций большой капитализации США
S&P Midcap 400	MID	Standard and Poor's	Торговля или хеджирование портфеля акций средней капитализации США
CBOE Volatility Index	VIX	Chicago Board Options Exchange	Торговля или хеджирование портфеля разнообразных глобальных акций
Financial Times Stock Exchange 100	UKXM	FTSE Group	100 крупнейших акций на Лондонской Фондовой бирже
Thomson Reuters CRB Index	CRBI	Commodity Research Bureau	Торговля или хеджирование портфеля разнообразных товарных ценных бумаг
CBOE 30-year Yields	TYX	Chicago Board Options Exchange	Торговля, ориентированная на доходность 30-летних облигаций казначейства США

Капитализация с помощью индексных опционов

В дополнение к опционам, базирующимся на отдельных акциях, существует много опционов, основанных на индексах. Опционы на S&P 500 (SPX) — это фактически наиболее широко торгуемая серия опционов из всех опционов на акции и индексы, так что с их помощью очень легко войти или выйти из позиции. Но поскольку вы не можете на самом деле иметь индекс, что вы можете поставить по истечении срока, решив использовать индексный пут?

Ответ: вы не можете поставить ничего, кроме денег. Индексные опционы на самом деле не предполагают обмен ценными бумагами. Индексные опционы называются *транзакциями с денежным расчетом*, потому что процесс исполнения и назначения включает в себя перевод денежных средств вместо ценных бумаг. Сумма денежных средств определяется внутренней стоимостью опциона. Более подробную информацию о внутренней стоимости опциона вы найдете в главе 3.

Определение стоимости индексного опциона

Несмотря на значительные различия между акциями и индексами, опционы на индексы по-прежнему очень похожи на опционы на акции. Например, так же, как для опционов на акции, для индексных опционов существуют коллы и путы с разными месяцами истечения и ценами исполнения для индексов. Назовем факторы, которые определяют стоимость индексного опциона.

- » **Тип (колл или пут).** Стоимость коллов увеличивается по мере увеличения индекса, тогда как пут увеличивает стоимость, когда индекс падает.
- » **Значение уровня индекса относительно цены исполнения опциона.** Опцион колл имеет внутреннюю стоимость, когда цена исполнения ниже уровня индекса. Когда индекс торгуется ниже цены исполнения колла, опцион имеет только временную стоимость. Для опционов пут верно обратное, так как пут имеет внутреннюю стоимость, когда индекс торгуется ниже цены исполнения опциона пут.
- » **Время до истечения срока действия.** Наступление даты исполнения сводит стоимость вашего опциона к нулю. Чем больше время до истечения срока действия, тем выше вероятность того, что опцион будет иметь стоимость при истечении. Следовательно, вы платите больше за опционы, у которых больше времени до даты исполнения независимо от типа опциона.
- » **Историческая волатильность.** Прошлые результаты не влияют на цену опциона напрямую, потому что для цен опционов важна только волатильность, ожидаемая в будущем. Однако на практике опцион на индекс, который сильно колебался в прошлом, зачастую прибыльнее, чем опцион на индекс, который исторически колебался меньше, поскольку неопределенность относительно того, где он будет по истечении срока, довольно высока. Прибыли или убытки при торговле индексными опционами могут быть значительными.
- » **Волатильность, ожидаемая в будущем.** Ожидания степени волатильности в будущем также влияют на цену. Ожидаемая волатильность влияет на стоимость опциона так же, как историческая волатильность, — оценки будущего движения частично основаны на опыте прошлого. Чем больше ожидаемая волатильность, тем дороже опцион.

Детализация компонентов опциона

Основные компоненты индексного опциона такие же, как и для опциона на акции (см. главу 2 для более подробной информации). Основное отличие состоит в том, что индекс не является физическим активом. Это влияет на про-

цесс исполнения или назначения, поскольку расчеты осуществляются только с помощью обмена деньгами. Вот список компонентов индексного опциона, аналогичных компонентам опциона на акции.

- » **Базовый индекс:** имя индекса, на котором базируется опцион.
- » **Цена исполнения:** уровень цены, при котором владелец осуществляет права, а продавец выполняет обязательства.
- » **Премия:** общая стоимость опциона на основе текущей рыночной котировки в расчете на одну акцию и опционного мультипликатора.
- » **Мультипликатор:** число, используемое для определения общей стоимости опциона. Как правило, опционные контракты заключаются на 100 акций, поэтому мультипликатор рыночной котировки опциона в расчете на одну акцию и цены исполнения равен 100.
- » **Цена исполнения/назначения:** сумма, которая зачисляется на счет владельца опциона и списывается со счета продавца. Сумма определяется путем умножения цены исполнения на опционный мультипликатор.
- » **Расчетное значение:** значение индекса при закрытии, используемое для определения внутренней стоимости.



ЗАПОМНИ!

Денежность — еще один термин, используемый для описания внутренней стоимости опциона. Это расчетное значение индекса выше цены исполнения опциона колл или ниже цены исполнения опциона пут. Денежность равна нулю для опционов вне денег при истечении срока действия.

Предположим, что SPX закрывается на 1,523 в конце июня, а у вас есть один июньский колл на 1,520. Однако ваша расчетная цена (обозначается тикером SET) будет основываться не на цене закрытия индекса, а на цене открытия каждого компонента индекса. Поскольку держатель коротких опционов не может выдать вам SPX, он отдает свой долг деньгами. Вы получаете 300 долл. на свой счет, а со счета держателя короткого контракта списывается та же сумма. Вот как она определяется:

$$\begin{aligned} & (\text{Расчетная стоимость индекса} - \text{Цена страйк опциона колл}) \times \text{Мультипликатор} \\ & (1,523 - 1,520) \times 100 = 300 \text{ долл.} \end{aligned}$$

Вы, вероятно, заметили, что расчет суммы платежа по истечении срока действия индексного опциона аналогичен расчету внутренней стоимости опциона на акции. Два типа опционов имеют как общие характеристики, так и важные различия. Следующий раздел освещает некоторые различия между опционами на акции и индексы.

Американский и европейский опционы

Существует два *стиля* опциона — американский и европейский. Говоря о стилях, в первую очередь имеют в виду способ исполнения контракта, а также окончание торговли опционом. Каждый стиль исполнения имеет свои характеристики, что может влиять на принятие вами решений по поводу их использования. Всегда следует знать, какой стиль опционов вы будете использовать и на что это повлияет, прежде чем начинать торговлю.



ВНИМАНИЕ!

Не зная стиль своего опциона, вы можете получить неприятный сюрприз — например, вы не сможете продать индексный колл до того, как он упадет в день, когда вычисляется расчетная стоимость исполнения.

На рынке присутствуют два стиля на опционные контракты.

- » **Американский стиль (обычно говорят просто американский опцион):** покупатель может исполнить (продать) свой опцион *в любое время* с момента заключения сделки до истечения срока контракта. Продавцу американского опциона в любой момент по усмотрению покупателя может быть предложено исполнить опцион.
- » **Европейский стиль (европейский опцион):** покупатель европейского опциона может исполнить свой опцион только в день истечения контракта и в конкретно указанное время (стандарт рынка). Продавцу европейского опциона может быть предложено исполнить опцион только в день его истечения.

Американские опционы

Американские опционы базируются на акциях и ETF. В этой книге, если не указано иное, под общим термином *опционный контракт* подразумеваются именно американские опционы на акции. Вы можете определить стиль опциона, проверив его *таблицу спецификации продукта*, которую можно найти на веб-сайте Опционной клиринговой корпорации (ОСС) по ссылке www.optionsclearing.com или на веб-сайтах бирж, которые являются отличными источниками информации по опционам.

Американские опционы имеют следующие характеристики.

- » По инициативе ОСС опционный контракт торгуется с момента заключения контракта до последнего торгового дня перед истечением срока действия опциона. Напомним, что истечение срока действия опциона может произойти в любую пятницу месяца, если в

ожидаемую пятницу нет праздника. Если в пятницу праздник, срок действия опциона истекает в четверг.

- » После покупки эти контракты могут быть исполнены владельцем в любой момент в течение срока действия договора. Розничные брокеры предъявляют различные инструкции по исполнению — узнайте конкретные правила у вашего брокера. В большинстве случаев вы можете исполнить длинный контракт по крайней мере через час после закрытия в последний торговый день до истечения срока.
- » После назначения продавец опциона должен выполнить свои обязательства по договору, доставляя или принимая доставку опционного пакета (обычно 100 акций для опциона).
- » Продавец опциона может “купить, чтобы закрыть” опцион на рынке до закрытия в последний день торгов, чтобы компенсировать позицию и облегчить обязательства, если опцион не был уже назначен, так как опционы американского стиля могут быть назначены в любое время.

Европейские опционы

Опционы, базирующиеся на индексах, часто (хотя и не всегда) относятся к *европейскому* стилю. Европейские опционы имеют указанную дату исполнения. Следовательно, ваш выбор ограничен, потому что вы не можете исполнить опцион до этой даты, как в случае опциона в американском стиле. Дело усложняет тот факт, что не только существует указанная дата исполнения индексного опциона, но эта дата также зависит от индекса — нет общего дня для исполнения индексных опционов каждый месяц.

Поэтому для вас крайне важно проверить спецификацию продукта до начала торговли одним из этих контрактов. Ключевые параметры индекса в европейском стиле таковы.

- » **Последняя торговая дата:** последняя дата, когда контракт может торговаться на рынке — за один день до истечения срока.
- » **Дата расчета:** дата (и время), используемая для определения стоимости индекса при закрытии по истечении срока.
- » **Дата исполнения:** дата, в которую держатель длинного договора может исполнить свои права по договору. Исполнение происходит автоматически, если опцион находится в деньгах.

Некоторые индексные опционы прекращают торговаться в четверг, а не в пятницу, и вам нужно знать такие особенности, чтобы правильно управлять своей позицией. Обозначение стиля, даты истечения срока и даты исполнения, а также другие важные торговые данные содержатся в таблице спецификации

опционного контракта, доступной на веб-сайтах ОСС и других бирж, которые торгуют контрактом.



ЗАПОМНИ!

Пакет индексного опциона идентифицирует поставляемый актив (активы) для контракта. Хотя есть ценные бумаги, которые составляют индекс, сами индексы физически не являются ценными бумагами. Запомните, что торговцы индексными опционами рассчитываются деньгами, а не физическими активами, потому что трейдер не может поставить индекс. Очень важно то, что *денежный расчет применяется к индексным опционам независимо от стиля исполнения.*

Опционный индекс европейского стиля имеет следующие характеристики.

- » По инициативе ОСС опционный контракт торгуется с момента заключения контракта до указанной даты последней торговли, которая обычно является последним рабочим днем до истечения срока действия опциона. Не забудьте проверить спецификации контракта и определить последнюю торговую дату для каждого индексного опциона.
- » После покупки исполнение происходит автоматически, если опцион в деньгах, без участия владельца опциона.
- » При назначении продавец опциона на индекс должен выполнить свои обязательства по договору с денежным расчетом. Соответствующая сумма денег списывается со счета.
- » Продавец опциона может “купить, чтобы закрыть” опцион на рынке до даты исполнения и закрытия торгов по контракту для компенсации позиции и смягчения обязательств.

Здесь есть исключения. Не все индексные опционы относятся к европейскому стилю. Опцион на индекс S&P 100 (OEX), который включает в себя 100 лучших акций из SPX, является примером индексного опциона в американском стиле. Эти контракты могут быть исполнены в любое время жизни опциона, что является одной из причин их популярности среди некоторых трейдеров. Индекс OEX по своему содержанию находится где-то между промышленным индексом Доу–Джонса и S&P 500, но не так широко известен широкой публике. Другие менее известные, но часто полезные американские индексные опционы с денежными расчетами используют индекс золота и серебра (XAU) и индекс полупроводниковой отрасли (SOX).



СОВЕТ

Индексы, как правило, менее волатильны, чем акции, и такие диверсифицированные индексы, как S&P 100, обычно менее волатильны, чем отраслевые индексы. Это потому, что акции в той же отрасли,

как правило, одинаково реагируют на новости, подталкивая индекс в одном направлении. Это не обязательно случится с укрупненным индексом, поскольку некоторые новости могут быть “бычьими” для одной отрасли и “медвежьими” для другой.

Индекс S&P 500 является одним из наиболее часто используемых индексов, и опционы на этот индекс Чикагская биржа опционов (СВОЕ) предлагает как патентованный продукт. Это крупные контракты, используемые многими институциональными трейдерами, поэтому они имеют высокую ликвидность. Используя этот опционный контракт в качестве примера, приведем некоторые ключевые характеристики из спецификации, доступной по ссылке <http://www.cboe.com>.

- » **Символ базового индекса:** SPX.
- » **Мультипликатор:** 100.
- » **Дата истечения:** утро третьей пятницы и после обеда в другие пятницы. Также понедельник и среда после обеда. Суббота после третьей пятницы месяца истечения.
- » **Стиль исполнения:** опционы европейского стиля имеют дату автоматического исполнения.
- » **Последний торговый день:** для опционов, срок действия которых истекает в третью пятницу месяца, торговля обычно останавливается в рабочий день (четверг) накануне дня, когда вычисляется расчетная стоимость исполнения.
- » **Расчет стоимости исполнения опциона:** расчетная стоимость исполнения опциона (SET) вычисляется в последний рабочий день до истечения срока действия для опционов, срок действия которых истекает в третью пятницу, с использованием первой заявленной продажной цены для каждой из составляющих акций с рынка, где котируются акции. Расчетная стоимость исполнения опционов с остальными сроками истечения вычисляется по значениям индекса при закрытии после полудня.
- » **Маржа:** проверьте правила маржи из спецификации, а затем проверьте правила брокера, которые могут быть более строгими.
- » **Торговые часы:** с 8:30 до 15:15 центрального времени.



ВНИМАНИЕ!

Не все европейские опционы имеют одинаковые характеристики. Одни аналитики могут вычислять расчетную стоимость с использованием цены открытия, тогда как другие могут использовать цены закрытия с предыдущего дня. Прежде чем торговать любым индексным опционом, сначала проверьте спецификацию!

Исполнение американских опционов

Исполнить опцион гораздо проще, чем принять решение его исполнить, поэтому сначала рассмотрим механику. Стоит также упомянуть, что раннее исполнение редко желательно, потому что опцион теряет временную стоимость. Когда вы решили исполнить опцион как розничный трейдер, вы отправляете инструкции вашему брокеру, который затем предоставляет эти инструкции в ОСС. ОСС случайным образом назначает брокера, на счетах которого имеется такой же короткий опцион, и брокер назначает один из них счетов.

Если у вас есть колл или пут американского стиля, вы имеете право исполнить контракт в любой момент до истечения лимита времени на исполнение в последний торговый день. Вы исполняете контракт, предоставив брокеру инструкции по выполнению по телефону или в электронном виде.



ВНИМАНИЕ!

Будьте готовы к неожиданностям. Этот момент не может быть подчеркнут достаточно: не предполагайте, что у вас такой же лимит времени на исполнение, как у вашего торгового партнера, клиринговой фирмы или кого-нибудь еще. Всегда проверяйте конкретный лимит времени и процесс исполнения с вашим брокером. Предусмотрите достаточно времени, чтобы связаться с ним и предоставить инструкции.

Уточнение деталей

Перед торговлей любым опционным контрактом лучше всего связываться с вашим брокером заблаговременно, чтобы уточнить процесс исполнения опциона — вам нужна эта информация заранее, чтобы все прошло гладко, когда вы действительно будете передавать инструкции брокеру. Перед исполнением фондового опционного контракта обязательно проверьте следующее.

- » Для опционов колл убедитесь, что на счету достаточно денег, чтобы оплатить покупку акций.
- » Для опционов пут проверьте, что акции находятся в учетной записи или что вы можете (и хотите) создать короткую позицию по акциям. Последнее будет запрещено для пенсионных счетов.

Обязательно задавайте любые вопросы, которые могут у вас возникнуть во время обсуждения с брокером.



СОВЕТ

Не стоит бездумно щелкать на кнопке выполнения. Вы должны понимать, *что* вы делаете и *как* это повлияет на вашу учетную запись. Несмотря на то что вы получили инструкцию в электронном виде, при выполнении первых сделок лучше напрямую проконсультироваться с вашим брокером.

Получение результатов

Хотя клиринговые и брокерские системы становятся все эффективнее, вы можете не сразу увидеть, как выполняются ваши инструкции. Как правило, вы увидите соответствующие изменения в своем аккаунте на следующий торговый день.

В этот момент пути назад уже нет. После того как вы отправили инструкции по исполнению вашему брокеру, операция завершена. При исполнении опциона фактическая опционная позиция уменьшается на количество исполненных контрактов, появляются транзакции покупки или продажи акций. Это означает, что вы должны знать о рисках и учитывать их в принятии решений об исполнении. Например, если вы решили осуществить ваши права по опциону колл на покупку акций в 10 часов утра в определенный день, а в 14 часов этого же дня акции резко падают из-за плохих новостей, вы не можете отменить инструкции по исполнению.



ВНИМАНИЕ!

Исполняя пут без наличия на руках базовой акции, вы можете создать короткую позицию. Это означает, что бывшая позиция с ограниченным риском технически стала позицией с практически неограниченным риском, потому что акция может продолжать расти. Перед отправкой инструкций убедитесь, что вы оцениваете последствия их исполнения.

Оценка альтернатив

Прежде чем исполнять опцион, рассчитайте, как максимизировать прибыль, проверив две альтернативы.

- » Осуществление прав по договору на покупку или продажу акций по цене исполнения.
- » Продажа опциона с последующей покупкой или продажей акций на рынке.

Всегда выполняйте эти проверки с самого начала использования опционов. Последнее, что вы хотите сделать, это потерять деньги в результате неудачных сделок.



ЗАПОМНИ!

Решение об исполнении опциона отличается от решения о владении акциями. Вам следует рассмотреть наиболее выгодный способ выполнить вашу транзакцию на рынке, поэтому имеет смысл оценить риски и выгоды обеих альтернатив, представленных в этом разделе.

Вот пример: предположим, у вас есть 100 акций ABC. Вы приобрели акции по 23 долл. за акцию и одновременно купили опцион пут по 21 долл. за 2 доллара. Таким образом, цена акции составляет 27 долл., но только что появились новости о том, что ABC находится под следствием за финансовые махинации. Цена акции падает до 20 долл., а цена пут по 21 долл. сразу поднимается до 5 долл. Что вы должны сделать?

Я лично предпочел бы продать как акции, так и пут, потому что в будущем акции могут расти или падать, но на ближайшее время они испорчены. Исполнение опциона пут, однако, теперь может дать хороший выигрыш, который он, скорее всего, быстро потеряет, если акции будут расти. Более того, никогда не стоит исполнять опцион, если он все еще имеет временную стоимость. Поэтому я хочу объяснить вам, почему решил продать как акции, так и опцион, поработав над цифрами. Этот пример приведен исключительно для информационных целей, поскольку он не очень практичен.

В рассмотренном случае имеет смысл избегать исполнения и вместо этого продать на рынке как опцион, так и акции. Цена вашего опциона выросла на 3 долл. — 300 долл. за контракт, в то время как акции потеряли 700 долл. по сравнению с лучшим уровнем, но только 300 долл. из ваших начальных инвестиций. Таким образом, выигрыш за счет продажи опциона пут компенсировал потери за счет продажи акций, и ваши инвестиции вернулись в первоначальное состояние. Это отличная иллюстрация управления рисками с помощью простой опционной стратегии.



СОВЕТ

Как правило, когда у опции остается более 0,20 долл. временной стоимости, вторая альтернатива приведет к кредиту, который превышает стоимость дополнительной транзакции с учетом комиссионных и дополнительных торговых расходов из-за колебаний цен.

Исполнение европейских опционов

Торгуя опционами европейского стиля, вы должны хорошо разбираться в спецификации контракта. Этот раздел поможет вам лучше понимать процесс определения расчетной стоимости индекса и денежности опциона при истечении срока действия.

Расчетное значение индекса

Поскольку значения фондового индекса рассчитываются с использованием группы акций, довольно сложно определить денежность опциона при истечении срока действия. Открытие и закрытие торгов по разным акциям происходят

в разное время, поэтому уровень цен открытия для индекса не обязательно включает цену открытия для всех компонентов — некоторые цены могут относиться к закрытию торгов предыдущего дня. Чтобы решить эту проблему синхронизации, надо обратиться к расчетному значению индекса. Данное значение индекса рассчитывается с использованием только цен открытия и называется SET для опционов на индекс SPX. Другие индексы с использованием цен открытия имеют свои собственные символы тикеров расчетных значений, такие как RLS для индекса RUT и NDS для NDX. Проверьте спецификацию опциона для получения более подробной информации о том, как определяется конкретное расчетное значение индекса и символ, используемый для доступа к нему. Вы можете найти исчерпывающий список тикеров расчетных значений индексов на веб-сайте www.cboe.com/data/historical-options-data/index-settlement-values.

Денежные расчеты в процессе исполнения

Поскольку европейские опционы базируются на объекте, который не может быть поставлен, эти опционы подразумевают *транзакции с денежными расчетами*. Это означает, что в процессе исполнения или назначения никакие ценные бумаги не переходят из рук в руки — только деньги. Количество денег для этого перемещения определяется денежностью опциона и опционным мультипликатором.

Денежность опционов европейского стиля рассчитывается с помощью расчетной стоимости индекса следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Расчетная стоимость индекса} - \text{Цена исполнения опциона} &= \\ &= \text{Денежность опциона колл} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Цена исполнения опциона} - \text{Расчетная стоимость индекса} &= \\ &= \text{Денежность опциона пут} \end{aligned}$$

Сумма денег для исполнения опциона определяется так:

$$\text{Денежность опциона} \times \text{Опционный мультипликатор} = \text{Расчетная сумма}$$

Когда денежность падает ниже нуля, опцион утрачивает внутреннюю стоимость. Никакие деньги не переходят из рук в руки.

Рассмотрим пример. Предположим, значение SET для SPX составляет 1523 долл. и мультипликатор равен 100. Расчетная сумма исполнения и назначения при истечении опционов колл и пут с ценой страйк 1520 определяется следующим образом.

- » Денежность опциона колл: $1523 - 1520 = 3$ долл.
- » Расчетная сумма исполнения колл: $3 \times 100 = 300$ долл. кредит

- » Сумма назначения: дебет 300 долл.
- » Денежность опциона пут: $1520 - 1523 < 0$
- » Расчетная сумма исполнения пут: $0 \times 100 = 0$ долл.
- » Сумма назначения: дебет 0 долл.

Поскольку ни один из активов не переходит из рук в руки в ходе этого процесса, рыночный риск из-за хороших или плохих новостей в выходные отсутствует.

Выполнение обязательств по опциону

Когда вы продаете короткую опционную позицию, у вас есть обязательство, а не право. Это делает принятие вами решения о том, хотите ли вы быть назначенным, действительно легким: у вас нет выбора. Единственный способ избежать назначения — это выкупить опцион обратно, чтобы защитить вашу позицию. Это справедливо для обоих стилей опционов.



ЗАПОМНИ!

Хотя все опционы на акции являются контрактами американского стиля, не все контракты американского стиля являются опционами на акции. Существуют также индексные опционы американского стиля, исполнение которых сопровождается денежными расчетами.

Американские опционы на акции

Автоматические назначения выполняются по истечении срока, хотя опционы американского стиля могут назначаться раньше. В любом случае вы выполняете назначение посредством перевода акций на свой счет или обратно.

По поводу назначения следует рассмотреть несколько нюансов. Однако сначала рассмотрим следующую информацию о механике этого процесса. Когда назначена ваша опционная позиция на акции, в вашем аккаунте появляются две транзакции.

- » **Исполнено (Назначено) (Assigned):** короткий опцион удаляется из вашей учетной записи, и появляется термин Assigned (или сокращенно ASG).
- » **Купить-продать (Buy/Sell):** перемещение актива выглядит так же, как и в обычном заказе.

Это немного сложно, поэтому очень важно постоянно следить за событиями в вашем аккаунте. Назначенные контракты удалены из вашей учетной записи;

200 ЧАСТЬ 3 Что каждый трейдер должен знать об опционах

однако, возможно, были назначены не все контракты. Не забудьте проверить свои позиции, чтобы увидеть, не осталось ли каких-либо коротких контрактов. Кроме того, обычно к сделке купли-продажи применяется комиссионный сбор, который может сильно отличаться от обычной торговой комиссии.

Вы обычно получаете назначение, когда ваш короткий опцион больше не имеет временной стоимости, что происходит, когда опцион становится “в деньгах”. Временная стоимость имеет самое большое значение для опциона при деньгах и значительно снижается по мере удаления цены акций от цены исполнения. Опционы пут, как правило, имеют больше шансов быть назначенными рано, потому что человек, осуществляющий свое право продать, получит деньги. Риск раннего назначения опциона колл значительно возрастает, когда остается несколько дней до экс-дивидендной даты, а сумма дивидендов больше, чем временная стоимость опциона, которая может быть утрачена при раннем исполнении. Действительно, с точки зрения дивидендов экс-дивидендная дата важнее, чем дата платежа за акции.



СОВЕТ

Все опционы в деньгах, если они хотя бы на пенни больше расчетной стоимости в дату истечения срока действия, исполняются автоматически.

А теперь о неизбежных исключениях.

Назначение короткого опциона пут

Предположим, что вы приобрели короткий пут и стали “счастливым обладателем” акций ABC по цене, вероятно, выше рынка.

Вам необходимо решить, хотите ли вы сохранить свои акции, и понять, как решение оставить их или продать повлияет на ваш счет. Если на покупку акций вам не хватает денег, вы можете либо внести больше наличных до перемещения акций, либо купить акции за заемные средства. Чтобы купить акции на марже, чего я очень не советую делать, вы берете деньги в долг у вашего брокера. Это можно сделать только на определенных счетах и на определенных условиях, исходя из следующих параметров.

- » Маржинальные требования биржи.
- » Денежные средства на вашем счете до покупки.
- » Правила и тарифы вашего брокера.



ВНИМАНИЕ!

Маржа опасна, и ее по возможности следует избегать. Однако, если вы когда-нибудь решите использовать маржу, имейте в виду следующее. При покупке на марже ваша ожидаемая доходность должна быть выше, чем безрисковая ставка, связанная с казначейскими

обязательствами США, плюс процентная ставка, взимаемая вашим брокером за использование маржи. Поскольку рыночная стоимость приобретенной позиции, вероятно, ниже, чем вы заплатили, вам необходимо рассмотреть сокращение своих потерь и продажу позиции.

Покупка короткого опциона колл

Если вы купили короткий опцион колл, все становится сложнее. Если у вас есть акции, тогда вы просто продаете их по цене исполнения опциона, которая, вероятно, ниже текущей рыночной цены.

Если у вас нет акций, покупка короткого опциона колл создает короткую позицию по акциям. Это подвергает вас значительному риску. Даже если вы хотите держать короткую позицию, ваш брокер может не иметь доступа к акциям, чтобы вас кредитовать. В случае неудачи акции будут выкуплены по любой цене, имеющейся на рынке, чтобы закрыть короткую позицию. Это может быть сделано с вашего ведома или без него.

Но ситуация может быть еще опаснее. Хуже выкупа акций без вашего ведома наличие короткой позиции по акциям, о которой вы не знаете! Обязательно регулярно проверяйте свои позиции, если держите короткие опционные или фондовые позиции. Остерегайтесь условий, которые могут вызвать спонтанные приобретения, такие как глубоко денежные опционы или новостные события, значительно влияющие на стоимость базового актива.



ВНИМАНИЕ!

Чтобы создать короткую позицию, ваш брокер должен выйти на рынок и взять акции в долг. Это может у него получиться, а может и не получиться. В результате, даже если у вас достаточно денег и вы хотите держать короткую позицию, у вас это не получится.

Истечение срока действия опционов

Если вы активно управляете своим аккаунтом, истечение срока действия приходит и проходит без происшествий. Наступит время, когда вы закончите владеть опционом по истечении срока. Рассмотрим, что происходит с вашей длинной или короткой опционной позицией при истечении срока действия.

Длинные опционные позиции

Прежде чем купить опцион, вы должны знать, как будете закрывать позицию. Когда срок действия опциона истекает, вам нужно учитывать следующее.

- » Если опцион вне денег (OTM) или при деньгах (ATM) и вы не хотите использовать права по контракту, попробуйте продать его, но подсчитайте, превысит ли выручка от продажи комиссию за транзакцию.

- » Имея контракт на покупку или продажу акций, оцените, что эффективнее — продать его или исполнить. Определите, есть ли еще у контракта временная стоимость. Если да, продавайте. Если нет, исполняйте — покупайте или продавайте акции. Единственное исключение — когда указана экс-дивидендная дата и дивиденд больше, чем временная стоимость. Чтобы получить дивиденды, необходимо обладать акцией до экс-дивидендной даты.

Никогда не предполагайте, что опцион без денег или около денег истечет бесполезно. Возможно, последняя сделка по акциям, о которой будет сообщено позднее, даст вам опцион в деньгах. Даже если торги по акциям закрываются точно по цене страйка или вне денег, следите за новостями после закрытия. Вы можете решить исполнить опцион, если ожидаете больших изменений цен акций за выходные.

В следующих разделах описывается, что происходит, когда вы владеете опционом в деньгах при истечении срока действия.

Автоматическое исполнение

Сейчас, когда ваш опцион в деньгах на акции или индекс превышает на 0,01 долл. и более цену исполнения в момент исполнения, OCC предполагает, что вы не хотите, чтобы опцион в деньгах истекал бесполезно. Он исполняется автоматически в вашу пользу по истечении срока действия. Так что даже без конкретных инструкций акции продаются или покупаются за вас. Это может создать короткую позицию в вашем аккаунте без вашего ведома.

Вы можете поручить вашему брокеру не допускать автоматического исполнения конкретных контрактов, но вы должны сделать это с учетом лимита времени. Существуют следующие причины не исполнять опционы в деньгах.

- » Плата за исполнение больше суммы денег.
- » Новости после закрытия рынка вызвали движение цен акций в противоположном направлении, уничтожая результаты при закрытии.
- » Вы не хотите оставлять у себя акции на выходные, боясь получить резкое падение в понедельник.

У вашего брокера могут быть разные ограничения по времени на автоматическое исполнение, поэтому вам следует познакомиться с ними и уточнить свои пожелания с помощью инструкций брокеру. Обратите внимание, что в последние годы по решениям OCC уровень запуска для автоматического исполнения снизился.

Короткие опционные позиции

Короткая позиция по опционам обязывает вас покупать или продавать базовый актив. В результате при истечении срока действия опциона вы действуете реактивно, а не активно, и у вас больше потенциальный риск для капитала. Короткие опционы обычно покупают, когда рыночные условия против вас. Единственный способ предотвратить потери — выйти из этой позиции до закрытия рынка в последний торговый день. Однако ваш брокер может не позволить вам выйти из позиции до истечения срока, если маржинальные требования для получения назначения больше, чем маржинальная емкость вашего аккаунта. В этом случае может произойти принудительная ликвидация позиции, чтобы защитить вашего брокера.



СОВЕТ

Цены на акции могут значительно измениться в выходные, если появляются важные новости. Стоимость акций будет стремительно расти, если компания обнаружит лекарства от пяти основных болезней, но может упасть, как кирпич, если компания откроет правдивые данные о прибыли за последние три года. Следите за новостями после закрытия, чтобы видеть, можете ли вы извлечь выгоду из исполнения истекающих опционов вне денег.

Если у вас есть короткий опцион вне денег, велика вероятность, что он истечет бесполезно. Однако трейдеры длинных опционов отслеживают условия после закрытия. Если в нерабочее время появятся важные новости о компании и та изменяет цену акций, вы после выходных рискуете стать владельцем опциона вне денег. Табл. 9.2 суммирует то, чего следует ожидать при истечении срока действия опционов на акции.



ЗАПОМНИ!

Выберите лучший вариант и планируйте всё заранее. Какую позицию вы ни держали бы, длинную или короткую, лучше всего активно управлять ею. Это обычно означает выход из нее до закрытия в последний торговый день, но может включать представление инструктору вашему брокеру.

Если опцион закрывается даже на пенни в деньгах, ожидайте, что он будет исполнен. Согласно современным правилам, если опцион в деньгах хотя бы на 0,01 долл., он автоматически исполняется для держателей длинных контрактов. Однако вы можете забыть о том, что вы планировали уклониться от исполнения.

Заняв биржевую позицию в акциях, позволяющую исполнить обязательство по короткому опциону, вы получите меньше стресса по истечении срока. Но если исполнение создает для вас новую позицию, у вас есть два варианта:

- » выйти из позиции на рынке в понедельник утром;
- » держать позицию, если у вас достаточно средств.

У вашего брокера могут быть в наличии акции для короткой позиции, а могут и не быть, поэтому выход из позиции может стать вашим единственным выбором.

Таблица 9.2. Истечение срока действия фондовых опционов

Тип опциона	Типичное действие	Рекомендации
Длинный вне денег	Истекает бесполезно	Если опцион вне денег имеет стоимость в последний торговый день, не позволяйте ему истечь бесполезно, если вы можете выручить за него больше стоимости комиссии. Контролируйте торговлю при закрытии, чтобы убедиться, что опцион действительно вне денег. Если цена акции колеблется вокруг цены исполнения, а опцион сомнителен и вы не хотите владеть короткой позицией по акциям, продайте опцион до истечения срока, чтобы избежать риска автоматического исполнения и неопределенности на выходных
Длинный при деньгах	Возможны варианты	Управляйте опционом при деньгах так же, как опционом вне денег. Если цена акции колеблется вокруг цены страйка, а опцион вне денег сомнителен и вы не хотите иметь короткую позицию по акциям, продайте опцион до истечения срока, чтобы избежать риска автоматического исполнения и неопределенности в выходные дни
Короткий вне денег	Истекает бесполезно	Следите за новостями и за своим аккаунтом после закрытия. Даже когда опцион закрывается вне денег, кто-то может использовать свои права, и вы его получите. Если цена акций колеблется вокруг цены страйка, а опцион вне денег под вопросом и вы не хотите владеть короткой позицией, выкупите опцион до истечения срока действия, чтобы избежать риска автоматического исполнения и неопределенности на выходных
Короткий при деньгах	Возможны варианты	Следите за новостями и аккаунтом после закрытия. Если опцион в деньгах даже на 0,01 долл., возникает риск автоматического исполнения. Чтобы избежать этого, если акция колеблется вокруг цены исполнения, а опцион сомнителен и вы не хотите держать короткую позицию по акциям, закройте короткую позицию в последний день торговли, чтобы избежать риска автоматического исполнения и неопределенности на выходных
Короткий в деньгах	Исполняется	Поскольку автоматическое исполнение происходит, когда опцион в деньгах больше на 0,01 долл., следует ожидать исполнения. Закройте короткую позицию в последний день торгов, чтобы избежать исполнения



ЗАПОМНИ!

При торговле европейским опционом вы должны иметь информацию по последней опционной сделке и знать, как определяется расчетная стоимость.

Управление риском означает, что вы управляете своими длинными и короткими позициями. Как правило, вы не ждете никаких подвохов от длинных опционов, однако бывают моменты, когда они могут заставить вас врасплох. Прекрасный пример — автоматическое исполнение длинного опциона пут, что приводит к нежелательной позиции по акциям.

Еще о европейских опционах

Европейские опционы дают преимущество перед американскими опционами, если у вас короткий опционный контракт, потому что вам не нужно беспокоиться о досрочном исполнении или передаче акций. Вы можете полностью избежать исполнения, выкупив опцион обратно в любое время до истечения срока, чтобы восстановить короткую позицию.

Помимо покрытия короткой позиции, вам не о чем беспокоиться накануне истечения срока. Если по истечении срока действия опцион окажется в деньгах, с вашего счета снимется разность между расчетной стоимостью и ценой исполнения.



ЗАПОМНИ!

Бывают периоды, когда новости влияют на расчет индекса. Если у вас короткий опцион пут вне денег на индекс SPX в конце торгов в четверг, плохие ночные новости могут привести к сильному падению утром, когда определяется протокол SET. В результате опцион пут вне денег может стать опционом в деньгах.

Индексные американские опционы

Одним из самых популярных индексных американских опционов является контракт на индекс S&P 100 (OEX). Вы можете реализовать свои права в любой момент, если у вас длинный контракт, или уступить свой опцион, если держите короткую позицию. Индексные американские опционы рассчитываются в деньгах, потому что индекс не может быть куплен или продан.

Поскольку эти контракты могут быть исполнены в любое время, вы должны знать, как определяется расчетная стоимость до истечения срока. Вы можете найти эти данные в спецификации контракта.

Вот как это работает на примере индекса OEX 100 на Чикагской бирже опционов.

- » **Расчетная стоимость OEX при истечении срока действия** использует последнее (при закрытии) отчетное значение цены продажи каждого компонента индекса в последний рабочий день до истечения срока.
- » **Расчетная стоимость OEX при досрочном исполнении** использует последнее (при закрытии) отчетное значение цены продажи на первичном рынке каждого компонента индекса в день, когда представлены инструкции по исполнению.

Осуществление прав

Вам нужно связаться со своим брокером, чтобы узнать временные ограничения для индексных американских опционов, таких как OEX, XAU, SOX, поскольку расчетное значение для длинного индексного опциона можно определить либо по ценам открытия для SOX, либо по ценам закрытия для OEX и XAU. Вы должны учитывать временную стоимость, принимая решение продать индексный опцион или воспользоваться своими контрактными правами. Если вы решаете исполнить договор, то на ваш счет поступает сумма, которая вычисляется с помощью цены исполнения опциона, расчетной стоимости индекса и мультипликатора, как указано в спецификации контракта.

Одна из причин, которая может вынудить вас принять решение о досрочном исполнении своих прав на длинный индексный американский опцион, даже если у него имеется определенная стоимость, — это некая важная новость, появляющаяся после 16:00. Восточные рынки ценных бумаг продолжают работать после того, как западные рынки закрылись, и происходящие на них события могут значительно повлиять на стоимость индекса на следующий день. Рассмотрите свои права в отношении опциона и возможное влияние новостей на торговлю опционами.

Выполнение обязательств

Единственное решение, которое вы можете принять как держатель коротких индексных американских контрактов — выкупить или нет опцион, чтобы избежать назначения. Так как возможна продажа опциона задолго до истечения срока, вы должны рассмотреть возможность этого события в любой день владения позицией, а не только в последний торговый день. Если вы уступаете позицию, ваше обязательство выполняется в денежной сумме, которая вычисляется с помощью цены исполнения опциона, расчетной стоимости индекса и мультипликатора.



ЗАПОМНИ!

Всегда, *всегда* проверяйте детали контрактов, прежде чем торговать как европейскими, так и американскими индексными опционами. Исходя из этого, планируйте торговлю, обращайтесь пристальное внимание на рынки и новости, чтобы быть впереди рынка.