

КАК ИЗБЕГАТЬ ИСПОЛНЕНИЯ ОПЦИОНА

Предполагая, что вы продаете опцион «колл» на акции, изначальная покупка которых рассматривалась как удачное вложение, вы, скорее всего, захотите предпринять шаги, которые позволят вам избежать исполнения опциона. Прежде всего, помните общее правило: не продавайте опцион, если не готовы принять его исполнение, и ожидайте исполнения в любой момент, как только опцион оказывается «с выигрышем». Учитывая это правило, вы можете быть в состоянии откладывать или полностью избежать исполнения, одновременно получая прибыль от снижения его временной стоимости.

Вы можете избежать исполнения опциона несколькими способами. Нижеследующие примеры основаны на неожиданных изменениях цены акций, которые приводят к тому, что вы подвергаетесь риску исполнения опционов. Хотя это не обязательно означает убытки, мы предполагаем, что вы предпочли бы избежать исполнения, хотя бы потому, что текущая стоимость акций стала выше, чем была, когда вы продавали опцион «колл».

Пример: Предположим, что вы продали майский опцион «колл» с ценой исполнения 35 на акции, когда их рыночная стоимость была 34 доллара за каждую. Текущая рыночная стоимость акций составляет 41 доллар за акцию, и вы хотели бы избежать исполнения опциона и воспользоваться преимуществами более высокой рыночной стоимости акций.

Первый метод, который вы можете использовать, чтобы избежать исполнения опциона, заключается в компенсационной сделке путем покупки опциона. Это и будет означать для вас потерю денег от сделок с опционами, но важнее то, что стоимость базовых акций будет возрастать. Если временная стоимость опциона падает, то такое решение может оказаться разумным, особенно если возрастающая стоимость акций превышает размеры потерь по опциону.

Пример: Предположим, что вы купили 100 акций по 21 доллару за каждую и позже продали июньский опцион

«колл» с ценой исполнения 25 долларов, получив премию 4 (400 долларов). На данный момент акции оцениваются в 31 доллар за каждую, и опционная премия составляет 6 (600 долларов). Если вы купите свой опцион, то потеряете на этой сделке 200 долларов (продано за 4, а куплено за 6). Тем не менее, если вы избегаете исполнения опциона с ценой исполнения в 25 долларов, то остаетесь владельцем акций, которые оцениваются сегодня рынком в 30 долларов за каждую.

В этом примере возможные исходы можно резюмировать двумя способами. Во-первых, следует учесть, что при закрытии позиции по опциону «колл» с убытками вы все еще владеете 100 акциями. Поэтому вы можете немедленно продать еще один опцион «колл» (вероятно, это будет опцион с ценой исполнения 30), что создаст больший доход от опционной премии.

Кроме того, вы можете проанализировать эту же ситуацию, сравнив случай исполнения опциона с закрытием позиции по нему и продажей 100 акций по текущей рыночной стоимости. Недостаток этого метода состоит в том, что он предполагает продажу акций, а это не является желаемым результатом, если вы хотите избежать исполнения опциона. Но это сравнение дает возможность проанализировать последствия исполнения опциона и продажи акций:

	<i>Исполнение</i>	<i>Продажа</i>
Затраты на 100 акций	-2100	-2100
Полученная опционная премия	400	400
Закрытие опционной позиции		-600
100 акций поставлены по 25 долл.	2500	
100 акций проданы по 30 долл.		3000
Чистая прибыль (долл.)	800	700

Из этого сравнения можно заключить, что было бы на 100 долларов выгоднее позволить исполнить опцион, но только если вы готовы отказаться от 100 акций. Однако есть возможность использовать эти подорожавшие акции для последующей продажи другого опциона «колл». Цель, которая ставится, когда вы стремитесь избежать исполнения

опциона, состоит обычно в том, чтобы заменить старую позицию новой.

В этом примере открытая позиция по опциону «колл» также обеспечивала защиту снизу. Если бы акции упали до уровня 17 долларов за акцию, то вы бы не потеряли деньги. Ваши начальные затраты в 21 доллар за акцию благодаря опционной премии были снижены на 4 пункта. Но поскольку рыночная стоимость акций росла, то закрытие позиции с убытками — это хорошее решение, поскольку оно оставляет возможность продать другой опцион с более высокой ценой исполнения. Соотношение поднявшейся текущей рыночной стоимости акций и цен исполнения различных опционов предоставляет вам свободу маневра. Сейчас эта рыночная стоимость составляет 30 долларов за акцию, и, закрыв короткую позицию по опциону, вы создаете возможность последующей продажи опциона с большим количеством времени, оставшимся до истечения его срока (что означает его большую временную стоимость и более высокую премию).

Другой прием состоит в том, что вы можете избежать исполнения опциона, поменяв один «колл» на другой, и при этом получить прибыль. Поскольку стоимость премии нового опциона выше (до его истечения остается больше времени), то вы получаете преимущество, используя разницу временных стоимостей. Таким образом, вы можете отсрочить исполнение опциона, получая при этом прибыль, или оплатить время, в течение которого акции могут упасть в цене, что означает возможность получения прибыли от нового опциона. Этот прием называется «удлиняющая замена».

Пример: Предположим, что майский опцион «колл» с ценой исполнения 40, который вы продали на 100 акций, близок к истечению и является опционом «с выигрышем». Чтобы избежать исполнения опциона или отложить его, вы покупаете майский опцион с ценой исполнения 40, отменяя свою позицию. Затем вы сразу же продаете июльский опцион «колл» с ценой исполнения 40 — он имеет ту же цену исполнения, но истекает позднее.

Перспектива исполнения опциона в любой момент времени не исчезла, но стала менее вероятной; так как испол-



**Удлиняющая
замена
(Roll forward)**

Замена одного проданного опциона «колл» другим, с такой же ценой исполнения, но более поздней датой истечения срока.



Приращение дохода

(Incremental return)

Способ избежать исполнения опциона и повысить прибыль, продав дополнительные опционы «колл» (если стоимость базовых акций растет, то короткую позицию по опциону «колл» закрывают (с потерями), но одновременно продают два (или более) опциона «колл» с более поздней датой истечения; в результате этой комбинации возникает прибыль).



Понижающая замена

(Roll down)

Замена одного проданного опциона «колл» другим, с более низкой ценой исполнения.

нение всегда более вероятно ближе к дате истечения опциона. Если же вы считали, что исполнение было неизбежно, то «удлиняющая замена» дает вам возможность дополнительных доходов. Чем дальше срок истечения опциона, тем больше временная стоимость премии. «Удлиняющая замена» может быть использована независимо от того, был ли у вас единственный опцион «колл» или несколько сотен акций и несколько опционов «колл». Чем больше количество базовых акций, которыми вы владеете, тем больше у вас гибкости в применении «удлиняющей замены» и выше прибыль. Отмена единственного опциона «колл» и «удлиняющая замена» могут принести дополнительные доходы. Однако вы повысите доходы и если отмените один неисполненный опцион «колл» и замените его сразу двумя или даже более опционами с более поздним сроком истечения. Этот прием называется «приращение дохода» (incremental return). Прибыль возрастает, когда вы увеличиваете количество опционов, проданных на ваши акции.

С помощью «удлиняющей замены» вы поддерживаете на неизменном уровне цену исполнения и в определенном смысле продаете время. Но эта тактика не универсальна. Иногда нужна «понижающая замена».

Пример: Предположим, что изначально вы купили 100 акций по 31 доллару, а затем продали опцион «колл» с ценой исполнения 35, получив премию 3 (300 долларов). Акции упали в цене, и ваш опцион «колл» стоит теперь 1 (100 долларов). Вы купили его и зафиксировали прибыль в 200 долларов, сразу после чего продали опцион «колл» с ценой исполнения 30, получив премию 4 (400 долларов).

В этом примере первый опцион «колл» был продан при цене исполнения на 4 пункта выше ваших затрат на покупку акций. Вы зафиксировали прибыль, отменив эту позицию, понизив фактические затраты до 29 долларов за акцию (цена покупки в 31 доллар минус 2 пункта прибыли от продажи опциона «колл»). Второй опцион «колл» продолжает понижать затраты до 25 долларов за акцию (29 долларов минус 4 пункта, полученных от продажи второго опциона «колл»).

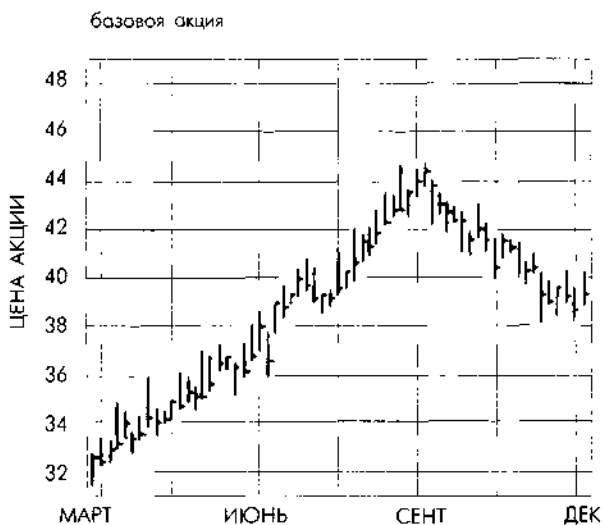
Пример: Предположим, что изначально вы купили 100 акций, заплатив 31 доллар за каждую. Позже вы продали

опцион «колл» с ценой исполнения 35. Текущая рыночная стоимость акций выросла до 39 долларов за каждую. Вы купили первый опцион «колл», принимая убытки, и компенсируете эти потери продажей другого опциона «колл» с ценой исполнения 40.



Повышающая замена (Roll up)

Замена одного проданного опциона «колл» другим, с более высокой ценой исполнения.



Дата	Описание	Получено	Уплатено
Март 15	продано 2 июньских опциона колл, с ценой исполнения 30 за 5	\$ 1000	
Июнь 11	куплено 2 июньских опциона колл, с ценой исполнения 30 за 8		\$ 1600
	продано 5 сентябрьских опционов колл, с ценой исполнения 35 за 6	\$ 3000	
Сент. 8	куплено 5 сентябрьских опционов колл, с ценой исполнения 35 за 9		\$ 4500
	продано 8 декабрьских опционов колл, с ценой исполнения 40 за 6	\$ 4800	
Дек. 22	декабрьский опцион колл, с ценой исполнения 40 — истек и обесценился	—	—
	всего	\$ 8800	\$ 6100
	прибыль	\$ 2700	

Рисунок 5.4. Использование «удлиняющих» и «повышающих» замен с целью избежать исполнения опциона

Потери по первому опциону «колл» не должны превышать число пунктов, на которое поднимается цена исполнения опциона. Вам, возможно, придется комбинировать «удлиняющую» и «повышающую замены». Чтобы сделка принесла прибыль, вам может потребоваться дополнительное время, которое вы получите от удлинения срока истечения опциона. Замены часто связаны с комбинированием более позднего срока истечения и более высокой цены исполнения, которое может продолжаться бесконечно (рис. 5.4).

Пример: Предположим, что у вас есть 800 акций, которые были вами куплены по 30 долларов за акцию (общие затраты на покупку — 24000 долларов). Вы ожидаете роста курса этих акций, а видите возможность продажи покрытых опционов «колл» для увеличения прибыли и страховки от снижения курса акций. 15 марта вы продали два июньских контракта с ценой исполнения 30 и получили премию 5 (500 долларов) за каждый.

11 июня рыночная стоимость акций составила 38 долларов за каждую, и вы ожидали исполнения ваших опционов «колл». Чтобы избежать исполнения, вы купили два опциона «колл» и заплатили премию 8 (общие издержки составили 1600 долларов). Вы заменили прежние контракты пятью сентябрьскими опционами «колл» с ценой исполнения 35 и получили премию 6 (600 долларов) за каждый, а в сумме — 3000 долларов.

8 сентября рыночная стоимость акций опять выросла, и акции оценивались по 44 доллара. Чтобы избежать исполнения, вы купили пять контрактов, заплатив премию 9 (900 долларов) за каждый, а общие издержки составили 4500 долларов. Затем вы сразу заменили их на восемь декабрьских опционов «колл» с ценой исполнения 40, получив премию 6 (600 долларов) за каждый, а всего — 4800 долларов.

22 декабря, в день истечения опционов, курс акций упал до 39 долларов за каждую. Ваши восемь неисполненных опцион «колл» истекли и обесценились. Общая прибыль от этой серии сделок составила 2700 долларов по опционам. Но вы владеете 800 акциями, которые теперь оцениваются в 39 долларов каждая, что на 7200 долларов выше ваших зат-

рат на их приобретение. Вы имеете право на дивиденды по этим акциям в течение всего рассматриваемого периода.

Оправдывают ли 2700 долларов прибыли риск при таком объеме сделок? Несомненно, да, так как стратегия была выбрана в связи с ростом курса акций. Вы избежали исполнения опционов при росте цен, одновременно получив прибыль. «Приращение прибыли» в сочетании с «удлиняющей» и «повышающей заменами» демонстрирует, как вы можете избежать исполнения опциона, одновременно продолжая извлекать прибыль. Возраставшие цены на акции оказались ниже цены исполнения опциона. Хотя вы не можете полагаться на то, что это будет часто повторяться, такое время от времени случается на рынке. В этом примере инвестор в любой момент мог бы радоваться исполнению опциона. Тем не менее избегать исполнения опциона «колл» при росте цен на базовые акции весьма выгодно. А если бы инвестор в этом примере продал 800 акций при их конечной рыночной стоимости в 39 долларов за каждую, то его общая прибыль была бы весьма существенна:

Акции

Продажа 800 акций по 39 долларов за каждую	\$ 31 200
Начальные издержки	-24 000
Прибыль по акциям	<u>\$ 7200</u>

Опционы

Продажа двух июньских контрактов	\$ 1000
Покупка двух июньских контрактов	-1600
Продажа пяти сентябрьских контрактов	3000
Покупка пяти сентябрьских контрактов	-4500
Продажа восьми декабрьских контрактов	4800
Прибыль по опционам	<u>\$ 2700</u>
Общая прибыль	\$ 9900
Прибыльность	41,25%

Независимо от того, когда используется «удлиняющая замена», повышение временной стоимости опциона формирует прибыль. Увеличение временного периода повы-

шает ценность опциона и увеличивает стоимость премии, хотя цена исполнения остается прежней. Чем больше времени остается до истечения срока опциона, тем выше доход от продажи опционов «колл». Но в обмен на более высокий доход вам приходится соглашаться дольше подвергаться риску. Цена исполнения опциона определяет для вас результаты инвестиций до тех пор, пока вы не закроете позицию либо дождетесь исполнения опциона.

Стратегии, применяемые для отсрочки исполнения или его избежания, ориентированы на две разные цели: повышение дохода и попытку удержать в собственности акции, которые оцениваются рынком выше цены исполнения опциона. Достижимость этих целей обусловлена тем, что временная стоимость опциона с далеким сроком истечения выше, чем контракта, который близок к истечению.

Пример: Предположим, что у вас есть 200 акций, которые вы купили по 40 долларов за каждую. У вас также есть июньский опцион «колл» с ценой исполнения 40, который вы продали за 3. В настоящий момент акции оцениваются в 45 долларов за каждую и вы хотели бы избежать исполнения опциона по 40 долларов за акцию. Табл. 5.2 иллюстрирует текущие стоимости опционов на ваши акции. Анализ таблицы поможет выявить возможности, которые предоставляют различные виды «замен».

Сначала вам нужно будет совершить закрывающую покупку — купить июньский опцион с ценой исполнения 40 за 6. Это означает потерю 300 долларов по этому опциону. Чтобы ее компенсировать, может быть использована одна из следующих стратегий:

Стратегия 1: «удлиняющая» и «повышающая замены». Надо продать один декабрьский опцион «колл» с ценой исполнения 45 за 5, получив чистый доход в 200 долларов (500 долларов за декабрьский опцион «колл» минус 300 долларов убытков по июньскому опциону).

Стратегия 2: «замена с приращением прибыли». Надо продать два сентябрьских опциона «колл» с ценой исполнения 45, получив 400 долларов и зафиксировав чистую прибыль в 100 долларов (400 долларов за два

сентябрьских опциона «колл» с ценой исполнения 45 минус 300 долларов убытков по июньскому опциону).

Стратегия 3: «удивляющая замена». Надо продать один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 40 за 8, получив чистый доход в 500 долларов (800 долларов за сентябрьский опцион «колл», минус 300 долларов, потерянных на июньском опционе).

В этих стратегиях мы учитываем убытки по июньскому опциону «колл». Поскольку июньский опцион «колл» оценивается в 6, то потребуются затраты в размере 600 долларов, чтобы закрыть эту позицию. Вы уже получили 300 долларов, когда опцион «колл» был продан, таким образом, ваши чистые потери составят 300 долларов; используя эту величину, сравним три возможные стратегии.

Таблица 5.2. Текущие стоимости опционов «колл»

Цена исполнения	Месяц истечения		
	Июнь	Сентябрь	Декабрь
35	11	13	15
40	6	8	10
45	1	2	5

Если курс базовых акций достаточно стабилен и их рыночная стоимость изменяется в диапазоне 5 пунктов вблизи некоторого значения, то можно продавать опционы «колл» неограниченное количество серий, используя замены, закрывая одну открытую позицию и открывая другую, по мере того как временная стоимость опционов снижается. Замены особенно полезны, если курс акции выходит из границ обычного диапазона разброса цен и вы хотите извлечь выгоду из их растущей рыночной стоимости, одновременно получая прибыль от продажи покрытых опционов «колл».

Чтобы понять, как реализуется подобная стратегия, рассмотрим табл. 5.3. В ней приведен реальный пример серии сделок, совершенных в течение двух с половиной лет. Инвестор владел 400 акциями и торговал ими через дисконтного брокера. Цены продаж и покупок показывают реальное количество денег, использованное в сделках, включая выплаты брокеру за совершение сделок, округленные до ближайшего целого значения (в долларах). Суммарная чистая прибыль в 2628 долларов возникла в результате совершения сорока сделок (20 покупок и 20 продаж). Общие выплаты брокеру составили 722 доллара, таким образом, валовая прибыль оказалась равной 3350 долларам; а сумма в 2628 долларов — это чистая зафиксированная прибыль.

В табл. 5.3 показаны все из типов сделок с заменами, а также использование приема «приращения дохода». Инвестор был готов увеличивать количество неисполненных покрытых опционов «колл» до тех пор, пока не продал опционы на все 400 акций, чтобы избежать исполнения в период, когда текущая рыночная стоимость была выше, чем цена исполнения. Когда цена на акции снижалась, инвестор применял «понижающую замену», но не продавал опционов «колл» с ценой исполнения ниже 35.

Продажи покрытых опционов «колл» должны быть хорошо подготовлены. Кроме проверки параметров самих опционов, важно проанализировать качество базовых акций. Вы не сможете получить прибыль от продажи опционов, если акции не имеют потенциала роста. Если вы покупаете акции в первую очередь для того, чтобы продавать покрытые опционы «колл», то, скорее всего, вы будете выбирать акции более волатильные, чем рынок в среднем, и относительно резко падающие в цене при общей коррекции на рынке. Такие акции с большей вероятностью будут иметь более привлекательные опционные премии с более высокой временной стоимостью.

Независимо от того, планируете ли вы продавать покрытые или непокрытые опционы «колл», вероятность вашего успеха окажется ниже, если вы будете покупать переоцененные акции, курс которых упадет намного ниже ваших реальных затрат на их приобретение. Пример продажи непокрытого опциона «колл» и его зоны прибылей и убытков показан на рис. 5.5. В этом примере майский опцион «колл»

с ценой исполнения 40 был продан за 2. Риск инвестора является неограниченным. Если курс акций превысит цену исполнения опциона и превысит количество пунктов, равное опционной премии, то исполнение опциона приведет к убыткам. Рыночная стоимость акций может расти неограниченно, и при исполнении опциона инвестор будет обязан поставить 100 акций по цене исполнения 40 долларов за акцию, независимо от текущей рыночной стоимости.

Таблица 5.3 Продажа опционов «колл» с использованием замен

Кол-во опционов «колл»	Тип	Проданы		Куплены		Прибыль	Прим.
		Дата	Сумма	Дата	Сумма		
1	Июль 35	3/20	328	4/30	221	107	
1	Октябрь 35	6/27	235	10/8	78	157	
1	Апрель 35	1/15	247	4/14	434	-187	
1	Октябрь 35	4/14	604	6/24	228	376	1
1	Октябрь 35	7/31	353	9/12	971	-618	
2	Январь 45	9/12	915	12/16	172	743	2
2	Апрель 45	12/16	379	2/24	184	195	
4	Июль 40	3/9	1357	5/26	385	972	3
4	Октябрь 40	6/5	1553	7/22	1036	517	
4	Январь 40	8/5	1504	9/15	138	366	
Всего			7475		4847	2628	

¹ «Удлиняющая замена»: расходы на апрельский опцион «колл» с ценой исполнения 35 были понесены для того, чтобы избежать исполнения опциона, так как опцион октябрь 35 был «с выигрышем».

² Комбинация «удлиняющей» и «повышающей замены»: расходы на опцион «колл» октябрь 35 были понесены для того, чтобы избежать исполнения опциона по низкой цене. Число опционов «колл» было увеличено с одного до двух.

³ Использована комбинация из «понижающей замены» и «приращения дохода»: количество опционов «колл» изменилось с двух до четырех, а цена исполнения 45 была заменено на 40.

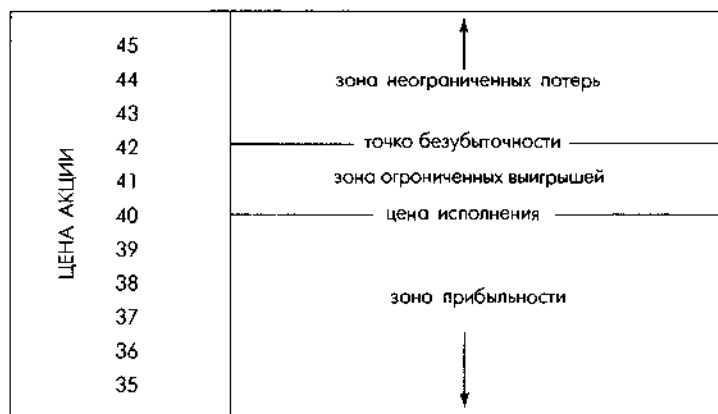


Рисунок 5.5. Пример продажи непокрытого опциона «колл» и зоны убытков и прибылей

Пример продажи покрытого опциона «колл» с выделенными зонами прибылей и убытков показан на рис. 5.6. В этом примере инвестор владел 100 акциями, начальная стоимость которых составляла 38 долларов за каждую. Затем инвестор продал один майский опцион «колл» с ценой исполнения 40 и получил премию 2. Эта стратегия снизила реальные затраты на покупку акций до 36 долларов за каждую. До тех пор пока стоимость акций будет находиться в пределах цены исполнения или ниже нее, опцион «колл» будет иметь нулевую внутреннюю стоимость. Если это условие будет выполняться вплоть до истечения срока опциона, то он обесценится. Если же рыночная стоимость акций будет выше цены исполнения, то опцион «колл» будет исполнен и 100 акций инвестора будут отозваны. В этом случае общая прибыль инвестора составит 400 долларов (2 пункта прибыли по акциям плюс 2 пункта, полученные за продажу опциона «колл»). Тем не менее возможность продажи покрытого опциона «колл» также ограничена ценой исполнения, и в случае существенного повышения цен прибыль будет ограничена условиями опционного контракта.

Для продавца опционов «колл» выбор базовых акций чрезвычайно важен. О методах выбора акций при использовании стратегии продажи опционов «колл» мы поговорим в следующей главе.

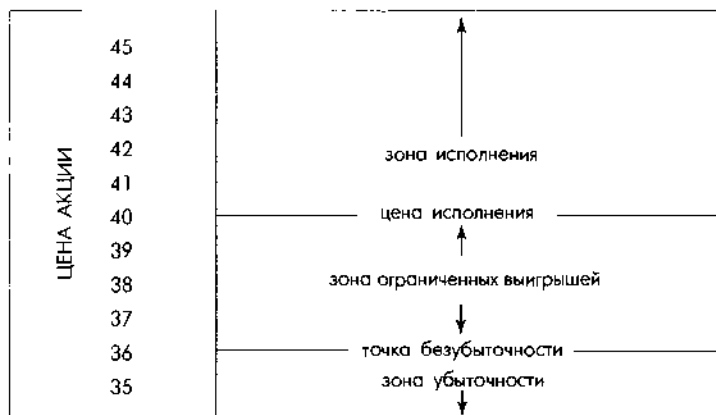


Рисунок 5.6. Пример продажи покрытого опциона «колл» с зонами прибылей и убытков

Выбор базовых акций

Осторожный выбор, основанный на детальных исследованиях, необходим для того, чтобы добиться успеха при инвестировании. Это утверждение справедливо для всех видов инвестиций и рыночных стратегий. Инвесторы, чьи фондовые вложения дают недостаточно высокие результаты, могут повысить прибыльность инвестиций путем использования опционов. Полученные за короткий период времени доходы могут исправить положение, повысить общую доходность и даже превратить небольшие убытки в небольшую прибыль. Но возможность извлечения дополнительного дохода за короткий период времени — недостаточная причина для того, чтобы использовать опционы. Наивысшие шансы на успех при инвестировании в опционы появятся, когда будут определены правила отбора акций, а опционная стратегия будет согласована с этими правилами отбора. Тогда можно будет максимизировать прибыли, не выходя за границы приемлемого уровня риска.

После того как вы разработали инвестиционные правила, старайтесь их придерживаться. Портфель, состоящий из перспективных акций, является примером разумных долгосрочных инвестиций. Он дает возможности и для извлечения краткосрочной прибыли на рынке опционов. Основным правилом инвестирования в опционы можно признать следующее утверждение: выбирайте для покупки те акции, которые считаете правильным держать многие годы, независимо от того, планируете ли вы продавать на них опционы.

Одна из распространенных ошибок, которую допускают опционные инвесторы, состоит в покупке актива исключительно по той причине, что текущая премия определенного опциона кажется им привлекательной. Необходимо осознавать, что привлекательная опционная премия может быть индикатором неблагоприятия, связанного с базовыми акциями. Ценообразование во многом отражает мнение рынка. Слишком высокий риск, вызванный, например, переоцененностью акций, может привести к необычно высокой опционной премии. Так, продавец опциона «колл» может купить 100 акций определенной компании только для того, чтобы покрыть ими продаваемый опцион «колл». Если это делается без анализа данных акций, то может привести к проблемам. Опционы на некоторые весьма волатильные акции иногда торгуются по привлекательным часто изменяющимся ценам. Вы должны быть уверены в том, что ваши правила допустимости риска являются для вас основополагающим критерием, а не просто применяются для проверки возможного выбора акций. Хотя определенные опционные стратегии могут быть высокоприбыльными в случаях, когда цены на акции падают, необходимо учитывать и более длительную перспективу. Вряд ли можно радоваться тому, что после получения прибыли на опционах вы окажетесь владельцем портфеля низкокачественных акций.

Одно из наиболее значительных преимуществ продажи покрытых опционов «колл» состоит в том, что некоторый минимальный уровень прибыльности обязательно будет достигнут. Однако надо помнить, что выбор акций — важнейший первый шаг в реализации стратегии.

Пример: Предположим, что вы купили 100 акций по 38 долларов за акцию. Вы купили эти акции вне зависимости от каких-либо опционных стратегий. Вы анализируете возможность продажи опциона «колл». Один опционный контракт истекает через три месяца, и цена его исполнения составляет 40 при премии 4. В течение этого периода вы также получите 60 долларов дивидендов по акциям. Ваши вычисления показывают, что вам гарантирована годовая прибыль в 48,4% (если опцион «колл» истечет и обесценится) или 69,6% (если опцион «колл» будет исполнен в момент его истечения). В приведенных ниже вычислениях предполагается, что дивиденды будут выплачены даже в том случае, если опцион исполняется, поскольку предполагается, что исполнение приходится на дату истечения.

Если опцион «колл» истечет:

Премия опциона «колл»	\$ 400
Дивиденды	60
Общая прибыль	<u>\$ 460</u>
Реальные затраты на покупку по акциям	\$ 3800

Прибыльность в случае истечения опциона

$$\$ 460 \div \$ 3800 = 12,1\%$$

Годовая норма прибыли на базе трех месяцев

$$(12,1\% \div 3) \times 12 = 48,4\%$$

Если опцион «колл» исполняется:

Премия за опцион «колл»	\$ 400
Дивиденды	60
Доход на капитал	200
Общая прибыль	<u>\$ 660</u>
Реальные затраты на покупку по акциям	\$ 3800

Прибыльность в случае исполнения опциона

$$\$ 660 \div \$ 3800 = 17,4\%$$

Годовая норма прибыли на базе трех месяцев

$$(17,4\% \div 3) \times 12 = 69,6\%$$

(Замечание: годовая норма прибыли вычисляется делением прибыльности на количество месяцев, составляющих период инвестирования, и умножением результата на 12.)

ОБ УЛУЧШЕНИИ ИСПОЛЬЗУЕМОГО ПОДХОДА

Получение постоянной и высокой прибыли от продажи опционов «колл» не всегда возможно, даже в случае продажи покрытых опционов. У вас может быть возможность продать опцион «колл» с высокой временной стоимостью и заработать деньги одновременно от прироста капитала, дивидендов и прибыли от премии за продажу опциона «колл». Но подобные возможности всегда связаны с сочетанием различных факторов.

Цена на базовые акции должна быть приемлемой в двух отношениях. Во-первых, соотношение между текущей рыночной стоимостью и ценой, которую вы платили за них изначально, должно быть таким, чтобы незащищенность перед исполнением опциона оправдывалась его прибыльностью для вас. Если в результате исполнения опциона возникнут убытки, то вы не сможете продать опцион «колл», получив прибыль. Во-вторых, текущая рыночная стоимость должна быть приемлемой по отношению к опциону «колл», который вы планируете продать, иначе временная стоимость опциона окажется недостаточно высокой, чтобы оправдать сделку.

Пример: Предположим, что вы купили 100 акций по 43 доллара за каждую и хотели бы продать опцион «колл» с ценой исполнения 45. Если такой опцион «колл» будет исполнен, то вы получите прибыль от сочетания опционной премии и 2 пунктов прироста капитала по акциям (плюс какие-то дивиденды). Если премия достаточно высока, чтобы оправдывать такое решение, то это будет стратегия, заслуживающая внимания.

Объемы сделок с акциями и связанными с ними опционам должны быть достаточно велики, чтобы в опционе была большая временная стоимость.

Пример: Предположим, что недавно вы купили акции, и затем объемы торгов по ним стали исключительно большими из-за слухов о том, что компанию будут поглощать. По этой причине в премиях по опциону «колл» на эти акции была очень высока временная составляющая. Это наилучшая возможная ситуация для продажи опционов «колл». Однако если слухи оправдаются, то продажа опционов «колл» сейчас окажется более рискованной, чем была прежде; так как если акции неожиданно вырастут в цене, то вы можете потерять прибыль.

Промежуток времени между сегодняшним днем и датой истечения срока опциона должен соответствовать вашим планам.

Пример: Предположим, что вы хотели бы продать свои акции не позднее, чем через четыре месяца и использовать выручку для того, чтобы выплатить заем. Вы полагаетесь на то, что рыночная стоимость акций будет постоянной, но хотели бы увеличить свой доход путем продажи опциона «колл». Поскольку деньги вам нужны не позднее, чем через четыре месяца, то эта цель ограничивает круг опционов «колл» только теми из них, которые истекают через четыре месяца или раньше. Этот крайний срок ограничивает вас и в использовании опционных стратегий. Удлиняющая замена практически невозможна, поскольку вы должны продать акции не позднее, чем через четыре месяца.

Условия на рынке часто изменяются. Продажа опционов «колл» может требовать то терпения и осторожного выбора момента, то решительности. От вас может потребоваться готовность ждать до тех пор, пока все условия не сложатся подходящим образом, а потом действовать быстро.

При рассмотрении различных стратегий продажи открытых опционов «колл» часто допускают ошибку, предполагая, что сегодняшние условия не изменятся никогда. Например, вы можете заработать 48% на единичной сделке, но вряд ли сможете повторять каждый раз этот резуль-

тат, потому что рынки непрерывно изменяются. Опцион «колл» будет продан идеально, если будут выполнены все четыре нижеследующих условия:

Цена исполнения опциона выше, чем ваши реальные затраты на покупку акций. Таким образом, исполнение автоматически приведет к прибыли как по акциям, так и по опциону. Если цена исполнения опциона ниже ваших реальных затрат на покупку акций, то опционная премия должна превышать эту разницу; кроме того, она должна быть достаточно большой, чтобы покрыть выплаты брокеру за совершение сделок.

Опцион «колл» с выигрышем. Это означает, что в нем есть ненулевая внутренняя стоимость, и, таким образом, движение цен на акции окажется параллельным изменению стоимости опционной премии. Если выигрыш по опциону повышает угрозу его исполнения, то он также означает более высокую опционную премию и, вероятно, более высокую временную стоимость. Чем больше времени до истечения опциона, тем сильнее связь между внутренней и временной стоимостью.

До истечения срока опциона остается много времени, и, таким образом, большая часть опционной премии — это временная стоимость. Поэтому даже при небольших движениях цен на акции или при отсутствии таковых временная стоимость будет исчезать при истечении срока опциона, делая прибыльной продажу опциона «колл». Временная стоимость будет существовать независимо от того, есть ли в опционе внутренняя стоимость. Можно продать такой опцион «колл» с выигрышем, и он так и будет оставаться с выигрышем, принеся продавцу прибыль, основанную полностью на исчезновении временной стоимости.

До истечения срока опциона остается шесть или менее месяцев, а это означает, что вы не будете «привязаны» к этой позиции слишком долгое время. Важно учитывать, что текущие обстоятельства не останутся неизменными в течение неограниченного

срока. Поскольку мы предполагаем срок в шесть месяцев, то неопределенность относительно будущего будет расти по мере истечения срока. Нет никакой возможности узнать, как будет выглядеть рынок в будущем. Настроения инвесторов могут сильно измениться за несколько месяцев, но они вряд ли столь же сильно изменятся за предстоящий короткий период времени.

Премия достаточно высока, чтобы оправдывать и привязывание цены акций на время до истечения срока опциона, и риск исполнения, возникающий благодаря будущим движениям курса акций. Хотя маленькая премия означает быструю прибыль, она не оправдывает риск.

Пример: Предположим, что у вас есть 100 акций, которые изначально обошлись вам в 53 доллара за акцию. Их текущая рыночная стоимость составляет 57 долларов. Вы продаете опцион «колл», который истекает через пять месяцев, с ценой исполнения 55, и за него предлагается текущая премия 6. Все необходимые обстоятельства в наличии: цена исполнения на 2 пункта выше изначальной стоимости акций; опцион «колл» имеет 2 пункта выигрыша, таким образом, движение цены опциона окажется прямо зависящим от движения цен акций; $\frac{2}{3}$ текущей опционной премии составляет временная стоимость; опцион истекает менее, чем через шесть месяцев; а размер премии — 600 долларов — весьма хорош. Вы будете иметь существенную прибыль, независимо от того, истечет ли опцион «колл» и обесценивается или исполняется. Если временная стоимость снизится, то позиция может также быть закрыта с прибылью.

Этот пример показывает практичный подход к продаже покрытых опционов «колл». Получив 6 пунктов на продаже опциона «колл», вы также приобретете 6 пунктов защиты цены акций от падения. Таким образом, чистые реальные затраты на покупку акций становятся равными 47 долларам за акцию (изначальная стоимость в 53 доллара минус 6 пунктов, полученных от продажи опциона «колл»). Даже если акции упадут до такого уровня, то вы не потеряете деньги.

ВЫБОР АКЦИЙ ДЛЯ ПРОДАЖИ ОПЦИОНОВ «КОЛЛ»

Некоторые инвесторы выбирают акции, основываясь лишь на возможном выигрыше, получаемом от продажи опционов «колл». Это ошибка. Необходимо использовать и другие критерии, поскольку наиболее прибыльные опционы часто оказываются связанными с наиболее волатильными акциями. Таким образом, если вы применяете критерий прибыльности продажи опционов «колл» как самостоятельную причину того, чтобы предпочесть одни акции другим, то вы повышаете шансы выбрать волатильные акции.

Пример: Предположим, что вы решаете купить акции, основываясь на взаимосвязи между текущей опционной премией и ценой акций. Вы можете вложить всего 4000 долларов, поэтому рассматриваете только те акции, которые продаются по 40 долларов за каждую или менее. Ваша цель заключается в том, чтобы купить акции, опционы на которые имеют премию не менее чем 10% от их текущей стоимости, и оказываются «без выигрыша» или «с проигрышем». Вы построили таблицу, отражающую доступные акции и опционы:

<u>Текущая стоимость</u> (долл.)	<u>Премия опциона «колл»</u> (долл.)
36	3
28	3½
25	1
39	4
26	1¾

Вы решили купить акции с ценой 28 долларов за каждую, для которых опционная премия составляет 3½, а прибыльность 12,5% — это наилучшая возможная прибыльность в доступном диапазоне выбора. Внешне этот анализ выгля-

дит разумным; тем не менее такой подход создает и некоторые проблемы. Наиболее значительная из них состоит в том, что между акциями не делается никакого различия, рассматриваются лишь их цены и прибыльность по связанным с ними опционами «колл». То, что вы выбираете, оценивается не по внутренним качествам. Ограничивая выбор акций теми, которые стоят менее 40 долларов за каждую, вы ограничиваете и возможности продажи опционов «колл».

С помощью этого метода, кроме того, невозможно учесть время, остающееся до истечения срока опционов. Вы будете получать более высокие премии, если дата истечения опционов наступает нескоро, взамен чего вы привязаны на более долгий период времени. Другой недостаток подхода в том, что не анализируется связи между ценой исполнения опционов «колл» и рыночной стоимостью акций. Текущая прибыльность бывает больше, когда опцион «с выигрышем», что может ввести в заблуждение.

Разумность привязки 100 акций к фиксированной цене исполнения должна быть проанализирована исходя из количества месяцев, остающихся до истечения срока опциона. Иначе, каким образом вы можете узнать истинную ценность этого опциона? Например, прибыльность в 10% или более может быть привлекательной в случае опционов «колл», которые истекают через 3-6 месяцев, но менее привлекательной, когда опцион «колл» не истечет и за 8 месяцев. Показатель доходности не является постоянным: он зависит от времени.

Кроме того, простое сравнение текущих премий опционов «колл» и цен на акции игнорирует не менее важные обстоятельства — фактор времени, возможный рост цен на акции и доходы от дивидендов. Продажа покрытых опционов «колл» — консервативная стратегия, предполагающая, что вы изначально знаете, как выбрать качественные акции. Акции должны быть выбраны исходя из их инвестиционной привлекательности, а это означает, что опционный потенциал не является главным фактором при их выборе. Если вы проанализируете акции нескольких компаний и оцените их одинаково, то тогда опционный фактор может сыграть роль в выборе акций.

Прибыль от роста цен на акции

Вы будете извлекать прибыль из продажи покрытых опционов «колл», когда текущая рыночная стоимость базовых акций выше той цены, которую вы платили за них. В этом случае вы защищаете свою позицию от падения цен и фиксируете доход на капитал в случае исполнения опциона.

Пример: Предположим, что в прошлом году вы купили 100 акций, когда их цена была 27 долларов за каждую. Сегодня акции котируются по 38 долларов.

В этом случае вы можете позволить себе продать опционы «колл» с выигрышем, не рискуя понести убытки, или продать опционы «колл» с проигрышем, если это оправдывается уровнем временной стоимости. Так как ваши начальные затраты составили 27 долларов за акцию, а сегодня стоимость на 11 пунктов выше, то вы можете выбирать между четырьмя возможными способами продажи опционов «колл»:

Продать опцион «колл» с ценой исполнения 25. Это принесет премию, которая включает 13 пунктов (1300 долларов) внутренней стоимости плюс некоторую временную стоимость. Если опцион «колл» будет исполнен, то вы потеряете 2 пункта на вложениях в акции (изначальная цена в 27 долларов за акцию минус 25 долларов за акцию, когда акции будут отозваны при исполнении опциона), но в целом размер опционной премии таков, что окажется для вас прибыльным. Если рыночная стоимость акций упадет до того, как опцион будет исполнен, или временная стоимость исчезнет, то вы сможете отменить открытую позицию, купив опцион «колл» за меньшие деньги, чем были получены вами от его продажи. Это принесет вам чистую прибыль.

Пример: Предположим, что вы продали опцион «колл» с ценой исполнения 25. Несколько недель спустя акции упали на 6 пунктов. Вы можете купить опцион «колл» и закрыть позицию с прибылью по крайней мере в 600 долларов. Это компенсирует падение цен. Если временная сто-

имость также снизится, то это принесет дополнительную прибыль.

Продать опцион «колл» с ценой исполнения 30. В этом случае внутренняя стоимость составит 8 пунктов, и вы можете применить стратегии, которые описаны выше. Тем не менее, поскольку ваша позиция не имеет большого выигрыша, шансы на преждевременное исполнение понижаются, и вы можете заметить различие во временной составляющей опционной премии (она будет разной для каждого случая).

Пример: Предположим, что вы продали опцион «колл» с ценой исполнения 30. Спустя два месяца опцион не был исполнен, но 3 пункта временной стоимости исчезли из премии. Вы купили опцион, закрыв позицию, и получили 300 долларов прибыли.

Продать опцион «колл» с ценой исполнения 35. При выигрыше всего в 3 пункта шансы на досрочное исполнение опциона довольно малы. Даже в случае минимального снижения рыночной стоимости акций вы сможете купить опцион «колл» и получить прибыль. Поскольку цена исполнения опциона достаточно близка к текущей рыночной стоимости акций, то временная стоимость может оказаться фактором, создающим возможность получения прибыли в ближайшем будущем.

Пример: Предположим, что вы продали опцион «колл» с ценой исполнения 35. Через месяц акции потеряли только 1 пункт, но опцион «колл» потерял еще 2 дополнительных пункта временной стоимости. Вы купили опцион, заплатив на 300 долларов меньше, чем получили при его продаже.

Продать опцион «колл» с ценой исполнения 40 или 45. Это опцион «с проигрышем», поэтому имеющаяся премия полностью состоит из временной стоимости. По этой причине размеры премии будут меньше, но эта стратегия дает вам два преимущества. Во-первых, будет легче отменить позицию с прибылью, потому что временная стоимость будет исчезать, даже если рыночная сто-

имость акций поднимается, но остается ниже цены исполнения или достигает ее. Во-вторых, если рыночная стоимость акций растет и опцион исполняется, то вы получите прибыль от 100 акций, поскольку цена исполнения опциона выше, чем текущая рыночная стоимость.

Если вы держите акции, стоимость которых выросла с тех пор, как вы их купили, то вы сталкиваетесь с дилеммой, которую приходится решать каждому держателю акций. С одной стороны, вы можете продать их сейчас и получить прибыль. С другой стороны, если для этих акций тенденция повышения цен сохранится, то вы не захотите продавать их слишком скоро.

В этой ситуации покрытые опционы «колл» могут быть для вас лучшим способом получить максимум от своей позиции. Вы обеспечите себе защиту снизу, равную количеству пунктов в полученной вами премии. Вы, кроме того, зафиксируете доход на капитал на цене исполнения, которая выше, чем ваши реальные затраты на покупку. Возможно также, что они примерно равны вашим реальным затратам на покупку, но при этом опционная премия будет иметь высокую внутреннюю стоимость.

Пример: Предположим, что несколько лет назад вы купили 100 акций, заплатив за каждую 28 долларов. Сегодня эти акции оцениваются в 45 долларов за каждую. Вы продали опцион «колл» с цевой исполнения 45, и до его истечения осталось четыре месяца. Премия опциона полностью состоит из временной стоимости и равна 4. Это снижает ваши начальные реальные затраты на покупку до 24 долларов за акцию (исначальная стоимость в 28 долларов минус 4 доллара, полученных за продажу опциона). Если бы акции упали в цене на 4 доллара или менее, то их сегодняшняя рыночная стоимость в 45 долларов за акцию оказалась бы гарантированной опционной премией, которую вы можете получить. Если цены на акции вырастут и опцион исполнится, то можно рассматривать цену исполнения в 45 как хорошую прибыль от ваших вложений.

В этом примере проиллюстрированы два уровня защиты от падения цен: первый представляет собой защиту на-

чальной стоимости, а второй — защиту текущей рыночной стоимости. Когда цена ваших акций начинает существенно превышать свою начальную стоимость, имеет смысл защитить их текущую стоимость, поскольку большинство инвесторов посчитали бы, что понесли убытки из-за снижения этого уровня. Хотя это потери только «на бумаге», но их можно считать потерями, если вы не смогли зафиксировать прибыль или не продали опцион, чтобы гарантировать ее.

Риски, связанные с выбором

Выбор лучшего из доступных опционов в любой ситуации оказывается непростым делом. Надо учесть несколько факторов:

Текущая цена акций по отношению к реальным затратам на их покупку. Это сравнение, несомненно, повлияет на решение того, какой из опционов продать. Если цена на акции ниже, чем была, когда вы за них платили, то продажа опционов «колл» становится проблемной, поскольку премия должна превышать ваши реальные затраты на покупку акций, чтобы сделка была оправданной. Когда текущие цены существенно выше ваших начальных реальных затрат на покупку, у вас появляется свобода маневра для создания условий, в которых можно получить прибыль.

Цели, которые вы преследуете, продавая опционы. Если ваши акции подорожали, но у вас нет планов их продавать, то продажа опционов может оказаться непригодной для вас даже несмотря на то, что вы можете быстро получить доход. В этой ситуации вы можете ограничить продажи опционов только опционами «колл» с проигрышем, снизив риск исполнения за время от сегодняшнего дня до даты истечения.

Соотношение между внутренней и временной стоимостью опциона. Оно всегда важно для оценки того, какой опцион стоит выбрать. Чем выше временная стоимость, тем больше возможная прибыль; тем не менее

более высокая временная стоимость также связана с большим временем до истечения опциона. Вы платите за такую временную стоимость более долгой «привязкой» к опционной позиции.

Время, остающееся до истечения срока опциона. Чем его больше, тем большей премии вы можете ожидать. Сравнивая количество месяцев с различиями между доступными опционами, можно обнаружить, что при очень небольших различиях в уровнях премий время до истечения срока опционов может отличаться на три месяца. Многие успешные продавцы опционов получают прибыль от сделок по контрактам с близкой датой истечения, зарабатывая за счет объемов сделок. Более долгосрочные опционы «связывают» вашу позицию на слишком длительный срок, что не позволяет вам повысить объемы сделок.

Соотношение премии и уровня риска. Иногда вы можете обнаружить присутствие всех компонентов, что сигнализирует о том, что пришло время продавать покрытые опционы «колл», но уровни премий настолько низки, что вы не хотите рисковать. Когда бы у вас ни возникли любые сомнения, подождите до тех пор, пока не сложатся более подходящие условия.



Усреднение на росте

Покупка акций в то время, когда их рыночная стоимость растет. Средняя стоимость купленных акций становится ниже, чем их текущая рыночная стоимость, что позволяет продавцам покрытых опционов «колл» продавать опционы «с выигрышем», так как реальные затраты на покупку акций ниже цены исполнения опциона.

УСРЕДНЕНИЕ ЗАТРАТ

Вы можете улучшить свои инвестиционные возможности при продаже опционов «колл», используя стратегию, которая известна как усреднение на росте. Если цена акций растет с момента их покупки, то эта стратегия позволит вам продавать опционы «колл» с выигрышем на ваши акции, для которых ваши средние реальные затраты на покупку постоянно ниже, чем заплаченная вами за них усредненная цена. (Реальные затраты на покупку — это общая цена, заплаченная за все акции, которыми вы владеете на текущий момент.) Если вы покупаете 100 акций и цены растут, то покупка еще 100 акций понижает общие затра-

ты до уровня, который ниже текущей рыночной стоимости акций. Эффект усреднения на росте показан в табл. 6.1.

Таблица 6.1. Усреднение на росте

<i>Дата</i>	<i>Купленные акции</i>	<i>Цена за акцию, долл.</i>	<i>Усредненная цена, долл.</i>
10 января	100	26	26
10 февраля	100	28	27
10 марта	100	30	28
10 апреля	100	30	28½
10 мая	100	31	29
10 июня	100	32	29½

Чем и как усреднение на росте помогает продавцу опциона «колл»? Если вы продаете опционы «колл» на несколько сотен акций, то вам приходится беспокоиться о риске возможного падения цен на акции. Хотя это означает, что вы можете закрыть проданные опционы «колл» с прибылью, ваши вложения в акции потеряют часть стоимости. Если у вас есть капитал для приобретения 600 акций, то вы можете купить все 600 по сегодняшней цене или же купить 100 акций и усреднять цену, если она изменяется, покупая по 100 дополнительных акций по различным ценам. Это означает более высокие выплаты брокерам, но может снизить риск, возникающий при покупке всех акций сразу. Преимущество покупок частями состоит в усреднении стоимости, при котором вы не рискуете всем своим капиталом в одной сделке.

Пример: Предположим, что вы купили 600 акций 10 января по 26 долларов за каждую. Затем рыночная стоимость упала до 20 долларов, и вы понесли убытки в размере 3600

долларов. Позже цена выросла до 32 долларов, а прибыль «на бумаге» составила 3600 долларов.

Пример: Предположим, что вы покупаете по 100 акций 10 числа каждого месяца начиная с января. Цена на акции периодически меняется, и на 10 июня ваша усредненная цена оказывается равной 29,50 долларов за акцию.

Во втором примере вы снижаете свои риски, покупая по 100 акций ежемесячно. Усредненная цена всегда ниже, чем текущая рыночная стоимость, пока сохраняется тенденция повышения курса акций. Уровень риска растет постепенно с течением времени (рис. 6.1).

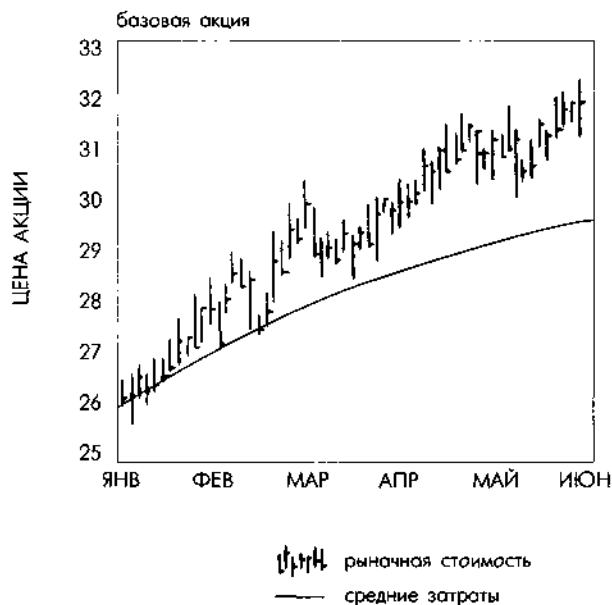


Рисунок 6.1. Пример усреднения на росте

Используя усреднение на росте и приобретая 600 акций частями, вы также можете продать шесть покрытых опционов «колл». Поскольку ваши усредненные реальные затраты на покупку составляют $29\frac{1}{2}$, а текущая стоимость

акций на 10 июня равна 32, то вы можете продать опционы «колл» с ценой исполнения 30 и получить двойной выигрыш:

если усредненная цена акций ниже, чем цена исполнения, то в случае исполнения опционов у вас образуется прибыль;

опцион «колл» имеет выигрыш в 2 пункта, таким образом, движения цен на акции будет «доллар в доллар» соответствовать уровню премии опциона «колл».

Вы как продавец опциона «колл» снизите свои риски, если используете усреднение на падении цен акций во времени. Результат применения такой стратегии показан в табл. 6.2.

Таблица 6.2. Усреднение на падении

Дата	Купленные акции	Цена за акцию, долл.	Усредненная цена, долл.
10 июля	100	32	32
10 августа	100	31	31 ¹ / ₂
10 сентября	100	30	31
10 октября	100	30	30 ³ / ₄
10 ноября	100	27	30
10 декабря	100	24	29



Усреднение на падении

Покупка акций в то время, когда их рыночная стоимость снижается. Средняя стоимость купленных акций становится выше, чем их текущая рыночная стоимость. Нереализованные убытки при снижении стоимости акций уменьшаются, что позволяет продавцом покрытых опционов «колл» продавать опционы и получать прибыль.

Один из рисков, связанных с покупкой акций, состоит в том, что если их рыночная стоимость упадет, то вы потом не сможете продавать покрытые опционы «колл», так как даже опционы с минимальной разумной премией будут иметь цену исполнения ниже ваших реальных затрат на покупку. Если реальные затраты на покупку выше, чем текущая рыночная стоимость акций, то вы потеряете

деньги в случае исполнения опционов «колл». Если вы продаете опционы «колл» с более высокой ценой исполнения, то премии будут слишком малы, чтобы стоило рисковать. Решение проблемы состоит в использовании усреднения на падении.

Пример: Предположим, что вы купили 100 акций 10 июля, когда их цена составляет 32 доллара за каждую. Цена выросла на 8 пунктов, вы получили прибыль в 4800 долларов. Позже акции подешевели до 24 долларов за каждую, и ваши нереализованные потери составили 4800 долларов.

Пример: Предположим, что вы покупали по 100 акций ежемесячно начиная с 10 июля, когда текущая рыночная стоимость составляла 32 доллара за акцию. К декабрю после ряда изменений цен на акции их текущая рыночная стоимость упала до 24 долларов. Усредненная стоимость, тем не менее, составила 29 долларов за акцию.

Ваша усредненная стоимость всегда выше, чем текущая рыночная стоимость, если вы применяете прием усреднения на падении, но не настолько высока, как была бы, если бы вы сразу купили 600 акций (рис. 6.2).

Владея 600 акциями, вы можете продать до 6 покрытых опционов «колл». В первом из приведенных выше примеров вы оказываетесь в невыгодном положении. Ваши реальные затраты на покупку составили 32 доллара за акцию, но их текущая рыночная стоимость на 8 пунктов ниже. Вам придется продавать опционы «колл» с проигрышем, соответственно премии будут низкими. Привязывать 600 акций к цене исполнения в 30 будет бессмысленно. В случае исполнения вы потеряете по 2 пункта на каждой акции.

Во втором примере ваши усредненные реальные затраты на покупку составили 29. Продав опцион «колл» с ценой исполнения 30, вы в такой ситуации заработаете 1 пункт на каждой акции, если опцион будет исполнен. Это существенное отличие от первого примера, и оно показывает, что усреднение на падении может быть полезно продавцу опциона «колл».

Приемы усреднения на росте и усреднения на падении — важные инструменты не только в случае продажи



Усреднение затрат на покупку акций

Покупка акций по зафиксированной цене. В результате, если рыночная стоимость акций растет, усредненные затраты будут ниже текущей рыночной стоимости; а если рыночная стоимость акций снижается, усредненные затраты будут выше текущей рыночной стоимости.

опционов «колл», но и при покупке акций. Оба эти приема усредняют затраты. Независимо от движения курсов акции, эти приемы в целом приносят пользу, «сглаживая» для вас изменения цен.

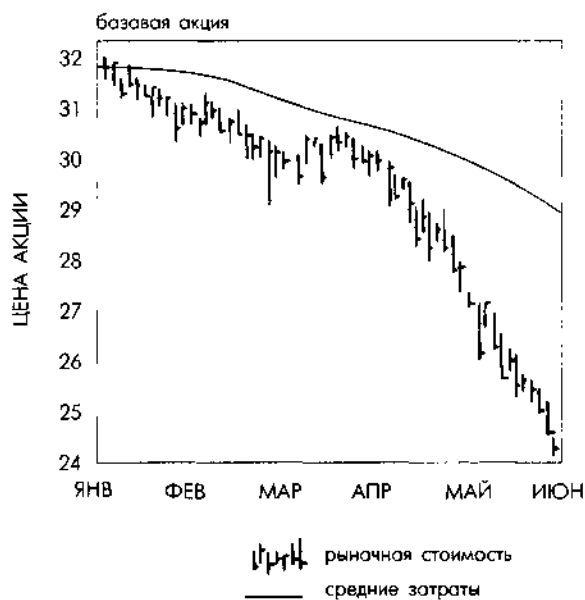


Рисунок 6.2. Пример усреднения на падении

КАК ПРОВОДИТЬ АНАЛИЗ АКЦИЙ

Инвесторы могут выбирать акции на основе фундаментального или технического анализа, или их комбинации. Часто инвесторы-новички полагаются при покупке акций на советы других людей, не понимая основ этих рекомендаций, и того, как эти рекомендации соотносятся с их собственными инвестиционными правилами и стандартами риска. Опционные инвесторы особенно подвержены соблазну неразумной покупки акций, вызванной привлекательностью опционной премии. Некоторые опционы могут иметь высокую премию именно потому, что акции, на которые они проданы, очень рискованны.

Фундаментальный анализ состоит в исследовании финансовой информации о компании, качества ее управления, дивидендов, волатильности цен на акции и объемов сделок с ними, в том числе и в анализе истории цен. Это наиболее общий метод анализа акций. Он позволяет производить надежные оценки стоимости акций и возможности их роста. Эти факторы, взятые в совокупности, описывают потенциал компании. Финансовые и экономические индикаторы, качество управления компанией, ее конкурентоспособность, состояние отрасли и другие индикаторы являются компонентами фундаментального анализа. Стронники фундаментального анализа исследуют балансы компании и ее отчеты о прибылях и убытках, первичные финансовые документы, для того чтобы оценить акции. Есть много других факторов экономического характера, которые тоже влияют на оценку целесообразности инвестиций в акции определенной компании, таких как незавершенные судебные процессы или проблемы, связанные с выпускаемым товаром, забастовки, износ оборудования и даже продукция, которую выпускает фирма, — все это может повлиять на прибыльность компании.

В техническом анализе интерес представляет не историческая информация или текущий финансовый статус компании, а специальные индикаторы, с помощью которых можно предсказывать будущее. Финансовые данные используются в той мере, в которой они могут влиять на тренд. Технические аналитики полагают, что тренды позволяют предвидеть будущее, а прошедшие события определяют направление тренда. Эта вера часто распространяется в основном на текущие движения цен на акции. Большинство рыночных аналитиков признают случайную природу краткосрочных изменений цен, но «правоверные» технические аналитики верят, что сегодняшнее движение цен определяет будущее. «Чартист» — это технический аналитик, который изучает фигуры изменения цен в попытках предсказать очередное движение цен на акции и анализирует так называемые «фигуры» (особые формы на графике цен), силясь правильно предвидеть будущую цену акций. Технические аналитики также обращают внимание на инсайдерские сделки с акциями компании и на множество других технических индикаторов.

Вопрос о том, насколько ценным является фундаментальный или технический анализ, — дискуссионный. Фундаментальный подход предполагает, что краткосрочные изменения цен носят полностью случайный характер, а стоимость в долгосрочном плане лучше анализировать с помощью изучения финансового потенциала компании и ее конкурентоспособности. Технический подход полагается на изучение «фигур» и другие индикаторы, необязательно связанные с финансовой информацией. Изучая уровни поддержки и сопротивления, объемы, волатильность, особенности трендов и другую количественную информацию, технические аналитики предсказывают будущую оценку рынком стоимости компании, и их решения основываются на интерпретации результатов анализа.

Многие добившиеся успеха инвесторы, признавая ценность как фундаментального, так и технического методов, применяют сочетание обоих приемов, чтобы создавать собственные суждения и выбирать время для покупки или продажи акций. Разумные инвесторы признают, что фундаментальный и технический анализ — это всего лишь инструмент, помогающий принимать решения, и никогда не стоит принимать решение, основываясь лишь на достоинствах одного метода, забывая о здравом смысле и необходимости взвешивать информацию, соотносясь с обстоятельствами каждого конкретного случая.

Продавцам опциона «колл» не стоит недооценивать важность наблюдения за своими акциями. Временами они склонны игнорировать акции, поскольку их прибыли или убытки связаны непосредственно с опционной премией. Поэтому продавцы опционов «колл» склонны игнорировать динамику курсов акций, входящих в его портфель, хотя если бы их не интересовали опционы, то эти же самые инвесторы уделяли бы больше внимания индикаторам, позволяющим понять, какие действия следует совершать на рынке. Продавцы опционов «колл» часто поглощены мыслями о других обстоятельствах: движение цен на акции их интересует только в связи с ценами исполнения опционов и размерами премий, шансами на исполнение опционов и возможностями отсрочить или избежать их, возможностями применения приемов замены и т.д. Эти вопросы касаются стоимости опционов «колл», но игнориру-

ют не менее важный вопрос, который должен задавать себе каждый держатель акций: следует ли мне хранить данные акции или лучше их продать? А возможно, стоит купить их еще? Какие изменения происходят в данное время в компании, в отрасли или на рынке и могут ли они повлиять на стоимость этих инвестиций?

Неизбежно придет время, когда вы как продавец опциона «колл» захотите закрыть позицию по опциону и продать акции. Например, если у вас есть 100 акций, на которые вы продали несколько покрытых опционов «колл» за последние годы, то когда вам следует продать акции? Аналитики могут сегодня говорить, что ожидают снижения популярности данной отрасли; или компания больше не занимает настолько прочную конкурентную позицию, и рыночная стоимость ее акций может начать в результате падать. Вы, конечно, должны следить за такой информацией, если она появляется в финансовой прессе, поскольку она должна восприниматься как сигнал к продаже. От вас может потребоваться использование как фундаментальных, так и технических индикаторов, чтобы не упустить из виду возможные изменения стоимости акций, которые вы выбрали для своего портфеля, независимо от краткосрочных возможностей продажи опционов «колл» на эти акции.

Индикаторы фундаментального анализа

Добивающийся успеха продавец опциона «колл» не только постоянно следит за изменяющейся стоимостью и статусом опционов «колл», но и внимательно наблюдает за акциями, на которые эти опционы проданы. Чтобы решить, когда продавать или покупать, необходимо следовать нескольким фундаментальным принципам. Есть общее правило инвестирования, состоящее в том, что никогда нельзя принимать во внимание при фундаментальном анализе акций возможную прибыль от связанных с ними опционов.

Текущая рыночная стоимость акций (часто называемая просто ценой) отражает восприятие ее ценности инвестирующей общественностью. На это восприятие оказывают влияние изменения в доходах компаний и ставках

дивидендов, и оно зависит от сравнения текущей цены и доходности.

Коэффициент P/E — популярный индикатор. Он полезен, если используется для сравнений одним из двух способов: либо по отношению к другим акциям, либо по отношению к предыдущим значениям этого коэффициента для той же самой акции. Он вычисляется путем деления текущей рыночной стоимости на доход на одну акцию за последний период времени (год, квартал).

Пример: В последнее время акции некоторой компании продавались по 35 долларов за каждую. Ее последний годовой баланс прибылей и убытков говорил о 220 миллионах долларов чистой прибыли, а в обращение было выпущено 35 миллионов акций. Это означает доход в 6,29 доллара на акцию. Коэффициент P/E определяется следующим образом:

$$35 \text{ долларов} \div 6,29 \text{ доллара} = 5,6$$

Пример: Некоторая компания заработала 95 миллионов долларов и выпустила 40 миллионов акций, таким образом, доход на акцию составил 2,38 доллара. Акции продаются по 28 долларов. Вычислим коэффициент P/E:

$$28 \text{ долларов} \div 2,38 \text{ доллара} = 11,8$$

Основное правило состоит в том, что более низкие коэффициенты P/E говорят о более низком риске инвестиций. В первом примере коэффициент P/E в 5,6 будет говорить о меньшей волатильности инвестиций, чем во втором, с коэффициентом P/E равным 11,8. Но коэффициент P/E не всегда является подходящей мерой сравнения компаний и не может быть использован в качестве единственного теста для оценки акций, рискованности вложений в них и их волатильности. Но как индикатор тренда он является полезным инструментом сравнения. Если посмотреть с точки зрения математики на способ расчета коэффициента P/E, то он оказывается несколько сомнительным. Он сравнивает разнородные факторы, полученные совершенно несопоставимыми способами. Доходность акции отра-



Коэффициент P/E

Популярный индикатор, часто используемый фондовыми инвесторами, который позволяет оценивать и сравнить акции. Для его вычисления делят текущую рыночную стоимость акций на величину дохода компании за некоторый истекший период времени, приходящегося на одну акцию компании.



Доход на акцию

Часто используемый метод анализа прибыли, состоящий в том, что чистую прибыль компании за год (или другой отчетный период) делят на количество обыкновенных акций, выпущенных в обращение на последний день отчетного периода.



Дивиденд- ный доход

Коэффициент, равный частному от деления величины дивидендов, выплачиваемых на обыкновенную акцию, на текущую рыночную стоимость акций.



Рентабель- ность продаж

Часто используемый показатель эффективности работы компании, вычисляемый путем деления чистой прибыли на валовый объем продаж.

жает прибыльность компании за некоторый период времени, а рыночная стоимость показывает текущее восприятие ценности, основанное на спросе и предложении акций в настоящий момент. Один фактор оказывается историческим, а другой имеет моментальную природу.

И все-таки использование коэффициента P/E дает хорошую информацию о различных акциях или об одной акции в разные периоды времени. Значение коэффициента может дать довольно точное представление о рисках и возможностях получения прибыли. Например, одна акция может иметь коэффициент P/E 15 за прошлый год и только 10 сегодня. Это изменение может указывать на то, что сегодня рыночная стоимость акции создает больше возможностей для вложений, чем в прошлом году.

Коэффициент P/E представляет собой важный фундаментальный индикатор; но вы, кроме того, должны всегда рассматривать по меньшей мере еще три дополнительных индикатора:

Следите за дивидендным доходом, представляющим собой показатель текущих доходов по акциям. Дивидендный доход показывает в процентах уровень доходов по акциям, получаемым в виде дивидендов. Он вычисляется путем деления размера дивидендов, выплаченных на каждую обыкновенную акцию, на текущую рыночную стоимость акций; результат выражается в процентах.

Прибыльность деятельности компании измеряется ее рентабельностью продаж. Это наиболее популярная оценка деятельности компании. Рентабельность продаж вычисляется путем деления чистой прибыли компании на объем валовых продаж; результат выражается в процентах.

Еще один полезный фундаментальный индикатор — доход инвестора. Прибыль на инвестированный капитал показывает доходы инвесторов — держателей акций компании. Для расчета чистую прибыль компании надо разделить на размер акционерного капитала; результат выражается в процентах.

Все эти фундаментальные индикаторы предполагают сопоставление с прошлыми статистическими данными,

рассчитанными тем же способом. Только тогда они будут иметь смысл. Анализ финансовой информации будет иметь ценность, если вы рассматриваете ее на достаточно большом временном отрезке и если она показывает последнее направление тренда.

Коэффициент P/E не должен быть единственным индикатором, который вы используете, чтобы решить, когда и какие акции продавать или покупать. Фундаментальный анализ должен быть всесторонним и включать подробные исследования по всем значимым фундаментальным индикаторам за достаточный период времени.

Технические индикаторы

Сочетание фундаментального анализа с техническим дает вам метод оценки рынка и отдельных акций, которые вы предполагаете купить, и помогает решать, когда продавать акции, которыми вы уже владеете.

Один из важных технических индикаторов — динамика объема торгов по определенной акции. Вы, кроме того, можете применить индикатор по объему ко всему рынку, сделав соответствующие выводы в случае, если объем торгов велик или мал или если происходит общее увеличение объема торгов или его уменьшение. Если объемы растут, то это указывает на повышение интереса рынка к этой акции. Конечно, интерес не всегда означает, что инвесторы хотят покупать. Большие объемы торгов, сопровождающиеся снижением рыночной стоимости акций, означают наличие большого интереса, но инвесторы при этом хотят продавать, а не покупать. Повышенный интерес к акциям часто сопровождается движением в том или ином направлении. Иногда вы можете заметить неожиданные повышения объемов торгов, не сопровождающиеся сколько-нибудь значительным изменением цен на акции. Это означает, что покупатели и продавцы согласны с тем, что текущий диапазон цен торгов по акциям разумен; но по различным причинам количество инвесторов, которые торгуют данными акциями, в этот момент выше среднего.

Чартисты (технические аналитики, следящие за «фигурами» и трендами цен на акции) пытаются определить



Прибыль на инвестированный капитал

Фундаментальный показатель, отражающий доход акционеров компании, который вычисляется путем деления чистой прибыли на стоимость выпущенных акций.



Уровень поддержки

Цена акций, отражающая их предположительно минимально возможную цену при существующих условиях, ниже которой цена акций вряд ли упадет.

уровень поддержки акций, т.е. предположительно минимально возможную цену при существующих условиях, ниже которой цена акций вряд ли упадет. Кроме того, они пытаются определить уровень сопротивления — предположительно максимально возможную цену при существующих условиях, выше которой цена акций вряд ли вырастет. И наконец, чартисты пытаются идентифицировать признаки пробоя. Ситуацию характеризуют как пробой, если цена акций оказывается ниже уровня поддержки или выше уровня сопротивления. Предвидение будущих движений цен с помощью исследования «фигур» и трендов, а также уровней поддержки и сопротивления помогает чартисту понимать, как и почему цены на акции движутся так, а не иначе.

Идентификация уровней поддержки, сопротивления и состояния пробоя могут иметь большое значение для опционного инвестора. Хотя уровни поддержки и сопротивления и являются вероятными ориентирами при сделках, случаются и их пробои. При краткосрочных вложениях с помощью прошлых ценовых трендов графический анализ курса акций помогает определять риск пробоя и поможет вам выявить те акции, опционы по которым подходят для ваших стратегий.

Еще один технический индикатор для акций — самый высокий и самый низкий ценовой уровень за период. Диапазон этих уровней за последний год дает полезную информацию об акциях. Например, он показывает, в каком месте диапазона находится сегодняшняя рыночная стоимость. Подробные котировальные листы по акциям обычно показывают самую высокую и самую низкую цену торгов за последние 52 недели. Таким образом, если акция имела диапазон цен от 26 до 45 долларов, а ее текущая рыночная стоимость 44 доллара, то вы знаете, что она весьма близка к самой высокой цене за год.

Некоторые инвесторы чувствуют себя спокойно, покупая акции, только если они находятся в середине своего ценового диапазона, другие изучают на графике «фигуры» и покупают акции, ценовой тренд которых образует фигуру, предсказывающую рост. Каждому инвестору приходится принимать решения о сделках, но мнение одного человека о фигурах ценовых трендов не всегда кажется правильным другому. Кроме того, динамика курса акций одной



Уровень сопротивления

Цена акций, отражающая их предположительно максимально возможную цену при существующих условиях, выше которой цена акций вряд ли вырастет.



«Пробой»

Выход цены акций за уровень поддержки или сопротивления.

компании может иметь на графике один характерный вид, но другие акции, особенно акции компаний, работающих в других отраслях, могут вести себя по-другому.

И фундаментальные, и технические индикаторы не должны использоваться поодиночке. Чем больше информации вам доступно, тем выше ваши шансы на принятие разумного решения. Вы можете выявить наличие долгосрочного тренда у интересующих вас акций, сочетая фундаментальные тесты с техническими. Это можно делать, используя оценочные таблицы (пример показан на рис. 6.3). Заполняя по строчке каждую неделю или месяц, вы начнете распознавать изменения дивидендных ставок и коэффициентов Р/Е (фундаментальные индикаторы), а также диапазоны наиболее высокой/низкой цены и цен закрытия (технические индикаторы).

название _____

Дата	Дивидендные ставки	Коэффициент Р/Е	Макс. цена	Миним. цена	Цена закрытия

Рисунок 6.3. Оценочный рабочий лист

Основная проблема анализа для многих инвесторов состоит в том, что он требует времени. На рынке обращаются тысячи акций, из которых можно выбирать. У вас как у опционного инвестора есть одно преимущество: вы можете ограничить свой анализ относительно небольшим количеством акций, опционы на которые прошли листинг. Это тоже значительное количество, но уже не тысячи акций. Вы можете и дальше уменьшать количество акций, которые вам хотелось бы проанализировать, выбирая только те опционы, которые имеют высокий рейтинг в одной из аналитических служб, таких как Value Line или Standard and Poor's.

Как выбирать индикаторы

Многие тома книг написаны по поводу ценности многих фундаментальных и технических индикаторов. Как решить, какие индикаторы наиболее полезны для вас? Это сложный вопрос, поскольку ответ на него сильно зависит от вашего собственного мнения.

Прежде чем решать, как подходить к довольно объемному вопросу о том, почему предпочесть одну форму анализа другой, надо понять некоторые обстоятельства, связанные с рынком:



Балансовая стоимость

Фактическая стоимость компании, которая более точно называется «балансовая стоимость на одну акцию»; балансовая стоимость — это стоимость капитала компании (активы минус обязательства), деленная на число акций, выпущенных в обращение.

Часто фундаментальные индикаторы не учитывают цену акций. Фондовый рынок — это место аукционной торговли. Это означает, что цена на определенные акции (или опционы) отражает текущие представления о ценностях и не обязательно отражает истинное финансовое состояние или потенциал компании. Если вы оцениваете лишь информацию, связанную с ценой, то вы на самом деле не исследуете свойства самой компании; вы изучаете мнение рынка о сегодняшней ценности ее акций.

Реальная стоимость активов, которыми владеет компания, часто не оказывает влияния на цену акций. Вы можете заметить, что во многих случаях балансовая стоимость компании не имеет ничего общего с текущей рыночной стоимостью. Она часто намного ниже текущей

рыночной стоимости, но в некоторых случаях может оказываться выше. Поскольку именно представления рынка о ценности порождает цену, то балансовая стоимость акции может полностью игнорироваться. Таким образом, оценка осозаемых активов компании может не иметь ничего общего с текущей рыночной стоимостью ее акций.

Прошлое не может быть непогрешимым индикатором. Вы можете попытаться предугадать изменения фигуры цен, прибыль или конкурентную позицию компании в своей отрасли; но прошлое не всегда диктует будущее направление, поэтому любые фундаментальные и технические индикаторы могут приводить к неверному результату. Ни один из применяемых вами видов анализа не может дать никаких гарантий. Вы можете сделать разумные предположения при выборе метода анализа и адекватно его применить. Но нельзя точно предвидеть будущее, даже с наилучшей и самой полной информацией о прошлом.

Цены на акции могут быть в большой степени случайными. Некоторые люди верят в теорию случайного блуждания, которая утверждает, что все будущие движения цены случайны, таким образом, есть 50% вероятности того, что цены пойдут вверх, и 50% вероятности того, что они пойдут вниз. Теория опирается на утверждение, что текущая цена отражает всю известную информацию о компании, таким образом, будущие движения цен вызваны случайными обстоятельствами.

Можно исследовать любое количество разных факторов и получить некоторые результаты. В сфере технического анализа было проделано много исследований, которые пытались связать рыночное ценообразование с посторонними социальными или природными событиями. Предсказания, касающиеся рынка, связывались со спортивными победами, состоянием погоды и толщиной древесных колец. Вряд ли какой-то из этих посторонних факторов полезен для предсказания будущего поведения рынка, и вряд ли инвесторам стоит тратить деньги на подписку на издания, выдвигающие подобные теории.

Здравый смысл — это лучший инструмент инвестора. Разумное инвестирование требует проведения иссле-



Теория случайного блуждания

Теория рыночного ценообразования, утверждающая, что цены на акции нельзя предугадать, поскольку движения цен носят случайный характер.

дований, анализа и сравнения. Это нелегко. Рынок — это не то место, где можно быстро разбогатеть или заработать много денег, не приложив труда. Слишком часто мысль, что некоторая схема или уловка поможет вам сколотить состояние, не имея больших денег, не рискуя, и за очень короткое время, оказывается привлекательной. Делать деньги на рынке — это тяжелая работа, и нельзя забывать о связанном с ней риске. Если вы начинаете действовать, имея хорошую информацию, полученную в результате ваших исследований, и принимаете окончательные решения, полагаясь на здравый смысл, то вы преуспеее на рынке.

АНАЛИЗ ДЛЯ ОПЦИОНОВ «КОЛЛ»

Для того чтобы выбрать акции, на которые будут проданы опционы «колл», вы должны определить, какие из акций являются для этого подходящими. Это обычно означает, что вам нужен такой уровень волатильности цены в краткосрочной перспективе, который не создавал бы чрезмерного риска. Уровень волатильности — это технический индикатор стабильности цен акций, таким образом, это превосходный инструмент для продавцов опционов «колл». Идеальные для продажи опционы «колл» на акции имеют умеренную ценовую волатильность в сравнении с другими акциями с теми же характеристиками. Волатильность может меняться и обычно меняется вместе с изменением состояния рынка и не является постоянной величиной. Поскольку устойчивость цены определяется индикатором волатильности, то он применяется к прошедшему промежутку времени. Волатильность выражается в процентах и измеряется за 12-месячный период; она вычисляется путем деления изменения цены за этот период на самую низкую цену за год.

Пример: Предположим, что вы хотите определить волатильность акций, подумывая об их покупке. Их цена за последние 12 месяцев менялась в диапазоне от 28 до 49 долларов за акцию. Поделите разницу между высокой и низкой

ценами на низкую цену. Чтобы выразить результат в процентах, умножьте его на 100:

$$\frac{\$ 49 - \$ 28}{\$ 28} \times 100 = 75,0\%.$$

Пример: Предположим, что вы применяете тест на волатильность к другим акциям, возможность покупки которых вы также рассматриваете. Ценовой диапазон этих акций за прошедший год был от 67 до 72 долларов за акцию. Волатильность оказывается следующей:

$$\frac{\$ 72 - \$ 67}{\$ 67} \times 100 = 7,5\%.$$

Акции во втором примере значительно менее волатильны, чем те, о которых говорилось в первом примере. Процентная оценка ценового диапазона торгов оказывается удобным числовым индикатором для продавца опционов «колл». Меньший ценовой диапазон указывает на то, что вторые акции более предсказуемы (менее волатильны) в смысле движения цен. Как же выбирать наилучшие акции для продажи опционов «колл»? При низкой волатильности или отсутствии таковой премии опционов «колл» окажутся ниже и не будут оправдывать риск. Для наиболее волатильных акций премии будут намного выше, но и риски также будут значительно больше. Вам нужно определить диапазон акций с умеренной волатильностью, опционы «колл» на которые предлагают приличные премии, но при этом не создадут слишком большого риска.

Фундаментальные и технические индикаторы могут использоваться не только для того, чтобы найти базовые акции с подходящими стоимостями, но и для выбора момента продажи покрытого опциона «колл». Помимо волатильности надо исследовать показатель бета для акций, который является индикатором относительной волатильности. Если ценовая волатильность исследует курс одной акции, то бета сравнивает движение цены акции с общим

**Бета**

Мера относительной волатильности акций — величина, сравнивающая волатильность одной акции и индекса, рассчитываемого по многим акциям.

индексом акций. Если бета акции равна 1, значит, ее курс колеблется в той же степени, что и рынок в целом. Бета, равная 0, означает, что цена на акцию изменяется независимо от рынка и не реагирует на общее изменение цен. Бета, равная 2, присуща акциям, которые очень сильно отвечают на колебания рынка, часто в большой степени изменяя свою цену в том же направлении, что и рыночные цены в целом.

Пример: Предположим, что на протяжении последнего года фондовый индекс вырос примерно на 7%. Ваши акции также выросли на 7%, таким образом, их бета равна 1. Если ваши акции выросли на 14%, то их бета окажется равной 2.

В общем случае более волатильные акции часто имеют более высокую временную стоимость в своих опционах. Их временная стоимость будет снижаться более быстрыми темпами в случае акций с высокой бетой, чем со средней. Более высокая временная стоимость в премиях является надежным индикатором повышенных рисков. Если вы покупаете акции с высокой бетой и продаете опционы «колл» с высокой временной стоимостью, то вы можете получить более высокие премии, но, кроме того, в результате инвестиций вы окажетесь с более волатильным инвестиционным портфелем.

Поскольку временная стоимость обычно выше для акций с высокой бетой, то стоимость премий, как и рыночная стоимость акций, тоже оказывается менее предсказуемой. Исключительно высокая временная стоимость, которая, кроме того, обычно быстро уменьшается, может показаться преимуществом для продавца опционов «колл». Но это преимущество может быть перечеркнуто волатильностью цен на акции.

Пример: Предположим, что у вас есть 100 акций, которые вы купили по 62 доллара за каждую. Недавно вы продали майский опцион «колл» с ценой исполнения 65 и получили премию 5. На прошлой неделе акции упали на 6 пунктов, и стоимость вашего опциона «колл» снизилась до 1. Фиксируя прибыль, вы купили опцион «колл» за 400 долларов. Однако вы потеряли 600 долларов на базовых акциях.

Кроме волатильности и беты акций, продавцы покрытых опционов «колл» могут анализировать показатель, называемый дельта опциона «колл». Если опционная премия и цена базовых акций меняются на одинаковое количество пунктов, то дельта составляет 1,00. С помощью дельта вы сможете судить о чувствительности (волатильности) опциона к изменениям текущих цен на базовые акции и цен исполнения, колебаний временной стоимости, а также изменений самой дельты при приближении даты истечения опциона. Этот тип анализа помогает вам понять, как взаимодействуют определенные акции и их опционы.

Обычно дельта опциона приближается к значению 1,00 по мере того, как выигрыш по опциону увеличивается. Это означает, что для каждого пункта, на который меняется цена акций, вы можете ожидать изменения цены опционной премии на величину, близкую к одному пункту. Временная стоимость обычно не влияет на изменение опционной премии в ситуации опциона со значительным выигрышем. Временная стоимость в этом случае меняется, скорее, в зависимости от времени до истечения опциона, чем от движения цен на базовые акции.

Если опцион «без выигрыша», то вы можете оценить его поведение, проанализировав его дельту. Например, если дельта опциона равна 0,80 и опцион «без выигрыша», то вы можете ожидать изменения стоимости опциона на $\frac{8}{10}$ пункта для каждого пункта изменений цен на акции. Эти показатели могут изменяться по мере приближения даты истечения и исчезновения временной стоимости, а направление движения цен на акции может также влиять на изменение опционной премии.

Пример: Предположим, что вы наблюдаете за опционом «колл» с выигрышем. Его цена исполнения 35, и текущая рыночная стоимость базовых акций составляет 47 долларов за каждую. Вы замечаете, что каждое изменение текущей рыночной стоимости акций на 1 пункт влечет за собой такое же изменение цены опционной премии. Единственное расхождение — в уменьшении временной стоимости.

Пример: Предположим, что другой опцион сегодня называется «без выигрыша». Вы видите, что если текущая ры-



Дельта

Мера изменения опционной премии по отношению к изменениям цены базовых акций. Если величина изменения для опциона «колл» превышает изменение цены базовой акции, то это называется «верхней дельтой»; когда это изменение меньше, то «нижней дельтой». В случае опционов «пут» применяется противоположная терминология.

ночная стоимость базовых акций меняется, то стоимость опциона изменяется примерно на 80% от величины изменения цены актива. Дельта этого опциона составляет 0,80.

Пример: Предположим, что третий опцион — «с проигрышем». Его цена исполнения 65, однако текущая рыночная стоимость акций составляет 52 доллара за каждую. Небольшие изменения рыночной стоимости акций мало или совсем не влияют на уровень опционной премии, которая состоит полностью из временной стоимости. Чем дальше уходит текущая рыночная стоимость акций от цены исполнения опциона, тем меньше влияние на премию опциона. Дельта этого опциона понижается тем сильнее, чем больше становится проигрыш.

Показатель дельта помогает правильнее выбрать моменты для совершения действий, независимо от того, являетесь вы продавцом или покупателем.

Объем открытых позиций — это еще один полезный технический индикатор, который вы можете использовать. Он показывает количество открытых опционных контрактов, характеризующих текущий уровень интереса рынка к определенному опциону. Например, открытый интерес прошлого месяца к июльским опционам «колл» с ценой исполнения 40 для определенной акции составлял 22 000 контрактов; сегодня осталось только 500 открытых контрактов. Число открытых контрактов изменяется по нескольким причинам. По мере того как опцион отдается от статуса «без выигрыша», число контрактов снижается в связи с исполнением опционов, совершением покрывающих продаж или «удлиняющих замен». Продавцы стремятся продать опционы, когда их временная стоимость снижается; покупатели стремятся закрыть позиции и получить прибыль или принять убытки. По мере приближения даты истечения открывается все меньше новых контрактов. Изменения открытого интереса показывают изменения в восприятии акций покупателями или продавцами. К сожалению, число контрактов само по себе ничего не скажет вам о причинах изменений тренда и о том, вызваны ли изменения действиями покупателей или продавцов.



Открытый интерес

Количество контрактов, открытых по определенному опциону в данное время. Показывает уровень интереса рынка к данному опциону.

Использование дельты

Дельта опциона «колл» должна быть равной 1,00, если опцион имеет большой выигрыш. В общем случае вы можете ожидать, что стоимость опциона «колл» будет меняться параллельно со стоимостью акций, пункт в пункт. Но в некоторых случаях дельта опциона будет меняться неожиданно. Например, если опцион «колл» с выигрышем дорожает на 3 пункта, но акции вырастают в цене только на 2 пункта (дельта 1,50), то такое изменение временной стоимости является знаком, что инвесторы воспринимают стоимость опциона как более высокую, чем у него была раньше (относительно изменения цен на акции). См. рис. 6.4.

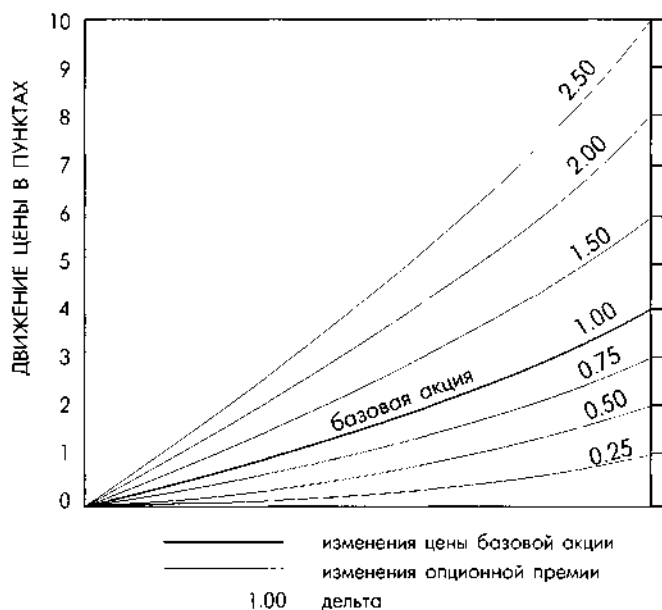


Рисунок 6.4. Изменения дельты опциона

Временная стоимость не изменяется каким-либо предсказуемым образом, хотя обычно она не повышается с течением времени. Общее мнение рынка о будущей

стоимости (как опциона «колл», так и базовой акции) меняется, и это изменение часто будет влиять и на временную стоимость.

Вы можете следить за дельтой опционов «колл», чтобы определить, какие опционы «колл» продавать и когда это делать.

Пример: Предположим, что вы купили 100 акций по 48 долларов за каждую. Во время вчерашних торгов акции выросли с 51 до 53 долларов, что основывалось в большой мере на слухах о большей прибыльности, чем предсказывали аналитики. Опцион с ценой исполнения 60 вырос с 4 до 8, поднявшись в цене на 4 пункта. Дельта оказалась равной 2,00: акции выросли лишь на 2 пункта, а стоимость опциона увеличилась на величину, в два раза большую (200%).

Если изменение опционной премии превышает изменение цены на акции, то это может служить сигналом к открытой продаже покрытого опциона «колл». Вы можете использовать дельту для того, чтобы следить за мнением рынка и затем использовать преимущества искажения временной стоимости. Эти искажения могут быть очень кратковременными и подвергаться коррекции в короткий промежуток времени.

Та же стратегия может быть применена, если у вас открыт покрытый опцион «колл», и вы рассматриваете вопрос о закрытии своей позиции. Например, ваш опцион «колл» имеет выигрыш, и акции падают на 3 пункта. В это же самое время опционная премия падает на 3 пункта, дельта равна 1,50 при нисходящем тренде. Если это временное искажение дельты, означающее искусственное краткосрочное снижение временной стоимости, то вы можете получить прибыль, немедленно закрыв позицию. Поскольку возможно, что произошло изменение мнения рынка об акциях, опционе или и о том и другом, то оно может служить, кроме того, предупреждением об изменении уровня риска по этим акциям.

О ВАЖНОСТИ СОБСТВЕННОГО ПУТИ

Любой анализ акций или опционов имеет дело с приблизительными оценками. Невозможно безукоризненно принимать решение о времени входа и выхода с рынка, однако, если вы будете полагаться на сочетание фундаментальных и технических индикаторов, то это даст вам преимущества при работе на рынке. Как продавец опциона «колл» не игнорируйте важность более подробного исследования акций, чем это надо для определения сегодняшней стоимости опционов на них. Покупайте акции по тем же самым причинам, по которым делали бы это в качестве долгосрочного инвестора, который не собирается продавать опционы «колл». Определяющим должен быть вопрос о ценности акций. Они сами по себе должны быть привлекательным вложением средств, вне зависимости от каких-либо возможностей, связанных с продажей опционов «колл» на них.

Признайте, что продажа покрытых опционов «колл» — единственный способ частично застраховать себя от падения курса акций и повысить общую прибыльность от ваших вложений в акции. Взамен вы отказываетесь от доходов, которые были бы возможны в случае неожиданного роста стоимости акций. Фиксированная цена исполнения обеспечивает ограниченную, но стабильную прибыль, хотя и может помешать зафиксировать большую прибыль. Если продажа опционов «колл» противоречит вашим долгосрочным целям или представлениям о возможностях текущего момента, то вам не стоит выходить на этот рынок. Например, если вы покупаете акции, потому что полагаете, что их цена значительно ниже той, которую они заслуживают, и она вырастет в ближайшем будущем, то вам не стоит продавать опционы «колл» и фиксировать цену исполнения.

Пример: Предположим, что в прошлом году вы купили 300 акций, рассматривая эту покупку как долгосрочное вложение денег. У вас нет планов продавать эти акции, и, как вы надеетесь, их рыночная стоимость будет постоянно повышаться. Ваш брокер советует вам продать опцио-

ны «колл» на эти акции, указывая на возможность дополнительной прибыли и защиты от снижения курса. Ваш брокер указывает вам на то, что в случае исполнения опционов вы все равно получите прибыль. Так как причина, по которой вы покупали акции, состоит в расчете на их долгосрочный рост, то вы отклонили этот совет. Продажа опционов «колл» противоречит целям покупки и не может соответствовать вашим инвестиционным правилам.

Обычно вы можете избежать исполнения опциона «колл» в открытой позиции с помощью «повышающей замены» и «удлиняющей замены». Но если рост цен достаточно велик, то исполнение будет почти неизбежным. Как продавец опциона «колл» вы должны реалистично подходить к подобным рискам; потеря возможной будущей прибыли может не оправдываться доходом от премии. Если вы продали опцион «колл», то его исполнение всегда возможно. Вы должны рассчитывать на прибыль от премии за опцион «колл», роста капитала и дивидендов, поменяв гарантии на вероятность. Вы также должны быть полностью готовы к тому, чтобы отказаться от 100 акций на каждый проданный вами опцион «колл» в случае его исполнения.

Нельзя недооценивать важность наблюдения за акциями и оценки их по их внутренним качествам. Подготовив специальную диаграмму, как показано на рис. 6.5, вы сможете еженедельно следить за движением цен. Заполненная диаграмма поможет вам выбрать время для продажи акций, а если вы продолжаете держать акции, то для продажи покрытых опционов «колл».

Чтобы добиться успеха в качестве продавца опционов «колл», вы должны следить и за акциями, и за опционами. Получение высокого процента прибыли по опционам «колл» не имеет никакой ценности, если вы получите убытки от портфеля акций, или же в нем будут малопривлекательные акции, которые вряд ли увеличат стоимость в ближайшем будущем.

Пример: Предположим, что в прошлом году вы купили по 100 акций четырех различных компаний. В течение следующих месяцев вы продали покрытые опционы «колл» во всех четырех случаях. Сегодня три из четырех имеют рыночную стоимость ниже, чем вы изначально заплатили,

даже несмотря на то, что рынок в целом вырос. Вы получили прибыль от продажи опционов «колл» и дивидендов, но оказалось, что эта прибыль меньше, чем нереализованные убытки от падения рыночной стоимости ваших акций. Если бы вы продали все 400 акций сегодня, то потеряли бы деньги.

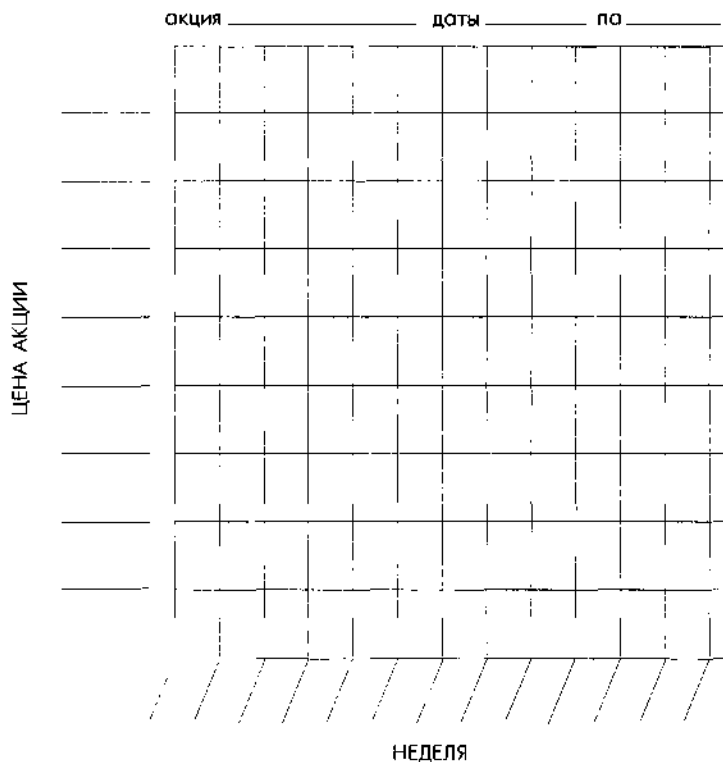


Рисунок 6.5. Рабочая диаграмма акций

Если бы не продавали опционов «колл», то ваши потери оказались бы выше. Тем не менее вы должны проанализировать причины покупки выбранных акций. Не оказались ли опционы одной из причин? Может быть, акции данных компаний слишком волатильны, чтобы оправдывать покупку их акций лишь для продажи опционов «колл»?

Купили бы вы эти акции, если бы для них не существовало опционов? Относительно стабильные, безопасные акции обычно имеют очень небольшую временную стоимость в опционах, что делает их менее привлекательными для продажи опционов. Более волатильные бумаги обещают более высокую временную стоимость.

Возможно, наибольший риск при продаже опционов «колл» состоит в покупке акций по той причине, что продавцу кажется привлекательной цена опционной премии. Наибольший шанс выиграть при продажах опционов «колл» возникает, если рассматривать продажу опционов как вторичную часть стратегии.

Основой же должен быть разумный выбор акций с учетом фактора времени для того, чтобы они успели вырасти в цене. Это даст вам свободу маневра в выборе опционов «колл» и обеспечит прибыль и от премии опциона «колл», и от дивидендов, и в результате роста курса акций. Нужно проводить тщательный анализ акций, обращать внимание на полезные советы, читать отчеты компаний, применять фундаментальные и технические индикаторы и определять для себя приемлемый уровень риска.

Кроме того, продавайте опционы «колл» на акции, которыми вы уже владеете, и предпочтительно в то время, когда их текущая рыночная стоимость выше, чем ваши реальные затраты на покупку акций и цена исполнения по опциону «колл».

Терпение — полезная черта для продавца опционов «колл». Хорошие возможности приходят неожиданно, но многие новички часто не обладают терпением. Они хотят действовать быстро и в результате могут совершать ошибки.

Установите свои правила

Четкое формулирование целей помогает добиться успеха на рынке. Это верно и для опционов, и для выбора акций. Вы увеличите шансы на успех, определив для себя правила и записав их на бумаге. Определите ответы по следующему кругу вопросов:

Долгосрочные цели всех ваших инвестиций.

Методы, которые, по вашему мнению, помогут вам достичь этих целей.

Какая часть средств будет вложена в каждую из инвестиций.

Определения уровня рисков для каждого из их видов.

Уровни цен покупки и продажи для каждой сделанной инвестиции.

Потенциальные причины возможного изменения ваших целей.

Инвесторы, которые записывают свои правила, чаще добиваются успеха, чем те, кто их не записывает или не следует им. Каждый сталкивался с людьми, у которых нет целей, и мог видеть, что их жизнь лишена определенного направления. То же самое происходит и на рынке ценных бумаг. Четкие правила помогают нам выверять курс, определять необходимые шаги и преуспевать.

Следующая глава посвящена использованию продажи опционов «пут» для реализации различных стратегий, включая страховку по длинной позиции.

Продажа опционов «пут»

В главе 5 мы подробно исследовали риски, характерные для продажи опционов «колл». Каждый продавец опционов «колл» должен учитывать, что стоимость базовых акций может расти неограниченно. Для продавцов непокрытых опционов «колл» это означает неограниченный риск. А для продавцов покрытых опционов «колл» это может означать потерю благоприятных возможностей для получения прибыли.

При продаже опционов «пут» дело обстоит иначе. Продавец опциона «пут» надеется, что стоимость базовых акций будет расти. Если так и случается, стоимость опциона «пут» будет снижаться, продавец зафиксирует прибыль. Что можно сказать по поводу риска, связанного с тем, что рыночная стоимость акций может упасть? Поскольку возможная наименьшая стоимость акций равна нулю, то можно определить величину максимального теоретического риска: это разница между ценой исполнения опциона и нулем. Но на самом деле риск ограничен разницей между

ценой исполнения и балансовой стоимостью акции. Даже существенное снижение рыночной стоимости базовых акций в результате оказывается ограниченным. Действительные обязательства продавцов опционов «пут» ограничены в случае снижения рыночной стоимости, поскольку наименьшая балансовая стоимость акций представляет фактическую наименьшую величину, до которой может снизиться рыночная стоимость.

Балансовая стоимость акции представляет собой реальный уровень поддержки. Многими популярными акциями торгуют по ценам, которые оказываются значительно выше балансовой стоимости, однако риск при продаже опционов «пут» нельзя не учитывать. Балансовую стоимость акций следует рассматривать как реальный минимальный уровень, на который можно полагаться при оценке риска продажи опционов «пут». Вы можете предполагать, что за исключением крайне редких случаев рыночная стоимость акций никогда не упадет ниже балансовой стоимости акции. Таким образом, акции, которые сегодня продаются по 50 долларов за каждую при их балансовой стоимости в 20 долларов, могут рассматриваться как источник риска, размеры которого не превышают 30 пунктов (рыночная стоимость акции минус балансовая стоимость акции).

Опцион «пут» — это возможность продать 100 базовых акций. Таким образом, если вы продаете опцион «пут», то предоставляете его покупателю право продать вам 100 этих акций по заранее определенной цене исполнения вплоть до момента истечения срока контракта. Иначе говоря, в обмен на полученную премию вы готовы купить 100 акций по цене исполнения опциона, даже если курс акций упадет ниже этого уровня. Риск, конечно, состоит в том, что рыночная стоимость акций может упасть ниже цены исполнения, и от вас тогда потребуются купить 100 акций, если их рыночная стоимость много ниже цены исполнения.

Как продавец опциона «пут» вы имеете возможность снизить свой риск, выбирая те опционы, цена исполнения которых находится в определенном диапазоне. Например, предположим, что если вы продаете контракты с ценой исполнения 50 долларов или более, то диапазон ваших воз-

возможных потерь составит 50 пунктов, или 5000 долларов за 100 акций. Но если вы продаете опционы «пут» с ценой исполнения 25 или ниже, то ваши максимальные потери по одному контракту составят всего 25 пунктов.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ АКЦИЙ

Если вы рассматриваете цену исполнения опциона как разумную цену для 100 акций, то продажа опционов «пут» открывает два преимущества:

Вы немедленно получаете деньги за продажу опциона «пут».

Премия дисконтирует фактические затраты на акции, а риск при этом понижается.

Если вы готовы приобрести акции по цене исполнения (а это означает, что вы рассматриваете эту цену как разумную), тогда продажа опциона «пут» с такой ценой исполнения будет приемлемой стратегией. Вам следует быть готовым к тому, чтобы заплатить за акции оговоренную цену, так как в случае исполнения опциона от вас потребуются сделать это. Риск состоит в том, что цены на акции могут упасть ниже этого уровня. Если опцион «пут» исполнят, то вы закончите сделку, обладая 100 акциями, рыночная стоимость которых ниже, чем та цена, по которой вы их купили.

Покупка акций по цене, превышающей рыночную стоимость, может быть приемлемым шагом, если вы собираетесь держать эти акции долгое время. От вас, тем не менее, потребуются принять временные незафиксированные убытки и предположить, что в долгосрочной перспективе ваши вложения окажутся прибыльными. Если вы осознаете эти риски, то определите для себя, приемлема ли для вас стратегия продажи опционов «пут». Ради немедленного дохода вы рискуете тем, что в вашем инвестиционном портфеле могут оказаться акции, купленные по цене, выше рыночной стоимости. Таким образом, вам придется ждать,

что потребует времени. Риск может быть оправдан тем, что вы продаете опционы «пут» только на те акции, которые согласны приобрести.

Пример: Предположим, что вы продали опцион «пут» с ценой исполнения 55 и получили за это премию 6 (600 долларов). Вы рассматривали цену в 55 долларов за акцию как разумную. Незадолго до истечения срока контракта рыночная стоимость акций упала до 48 долларов, и опцион «пут» был исполнен. Вы получили 100 акций и заплатили за них 5500 долларов, что на 7 пунктов выше текущей рыночной стоимости.

В этом случае следует обратить внимание на ряд моментов:

Исход оказывается приемлемым до тех пор, пока вы все еще предполагаете, что 55 долларов за акцию — разумная цена. Вы в таком случае должны верить и в то, что текущая рыночная стоимость отражает временный спад на рынке данных акций и что они восстановятся в будущем. Если ваши предположения верны, то незафиксированные убытки — это временное явление, которое не создает вам реальной проблемы.

Премия в 600 долларов, которую вы получили при продаже опциона «пут», дисконтирует ваши реальные затраты на приобретение акций до 49 долларов (затраты на приобретение акций в 55 долларов минус опционная премия в 6 долларов на каждую акцию). Таким образом, ваши реальные затраты на приобретение акций после исполнения — всего лишь на 1 пункт выше текущей рыночной стоимости.

Если бы рыночная стоимость акций выросла, то вы сумели бы получить прибыль от продажи опциона «пут». Он не был бы исполнен и в конце концов истек бы и обесценился. При таком исходе 600 долларов премии стали бы вашей чистой прибылью. Таким образом, продажа опционов «пут» в момент роста рынка может принести прибыль тем инвесторам, которые не заинтересованы в покупке 100 акций, при ограниченном риске.

Те продавцы опционов «пут», которые ориентируются только на доход от премий, должны выбирать акции, шансы которых рассматриваются ими как наилучшие с точки зрения возможностей роста их стоимости. Фундаментальные и технические индикаторы, примененные к акциям и рынку в целом, могут быть полезны в случае выбора базовых акций и связанных с ними опционов, и если вы в конце концов купите акции в связи с исполнением проданного опциона «пут», вы выбираете опционы на акции, которые были готовы купить. Определение уровня дохода от премии — это только часть индикатора. Вы должны разумно оценить сами акции и риски, которые могут оказаться слишком большими, чтобы оправдывать выбранную стратегию.

ОЦЕНКА РИСКОВ

В главе 6 мы показали, что если речь идет о продавцах опционов «колл», то с вопросом выбора акций связаны определенные риски. В частности, наиболее привлекательные опционные премии предлагаются в случае наиболее волатильных базовых акций. Это означает, что продавцы покрытых опционов «колл» могут быть склонны к тому, чтобы выбирать наиболее рискованные акции, чтобы получить более высокую временную стоимость.

Эти же риски наблюдаются и в случае продавцов опционов «пут». Премии опционов «пут» с наиболее высокой временной стоимостью предлагаются в случае акций, волатильность которых выше средней. Ожидаемое направление движения цен в случае продажи опционов «пут» противоположно тому, которое присутствует при продаже опционов «колл», однако риски по базовым акциям остаются теми же. К выбору акций для продажи опционов «пут» следует подходить с той же осмотрительностью, какая требуется при выборе акций для продажи опционов «колл» (и покрытых, и непокрытых). В случае опционов «пут» ваш риск состоит в том, что рыночная стоимость акций упадет. Чем основательнее это падение, тем больше ваши убытки.

Тем не менее представления продавцов опционов «пут» о рисках должны различаться. Ключом к выбору тех опционов «пут», которые стоит продавать, должен быть не размер премии, а готовность продавца купить акции.

С этой точки зрения оценка рисков отличается от оценки при продаже опционов «колл». Продавец опционов «пут» должен применять к акциям те же фундаментальные и технические индикаторы, которые использует продавец опционов «колл». Разница состоит в том, что если продавец покрытых опционов «колл» уже владеет акциями, когда продает опцион «колл», то продавец опционов «пут» готов купить акции в случае исполнения контракта. Поскольку не каждый опцион «пут» будет исполнен, то продавцу опцион «пут» доступен больший леве́ридж, чем продавцу опционов «колл». Единственное ограничение для него — это уровень риска в короткой позиции, который он готов принять, а брокер готов ему позволить. Короткая позиция всегда рискованна, поскольку если рыночный тренд вдруг станет растущим, то все короткие опционы «пут» в вашем портфеле возрастут в цене (неудачный исход для продавца), а если слишком много контрактов окажутся исполненными, то есть вероятностно, что вы не сможете выполнить свои обязательства. Если бы такое случилось, то брокеру пришлось бы стать владельцем акций и понести убытки.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЦЕЛЕЙ

Продавая опционы «пут», вы можете стремиться к четырем различным целям: получение быстрого дохода, использование депозита, находящегося у брокера, покупка акций или налогового опциона «пут».

Цель 1: получение дохода

Наиболее популярный мотив продажи опционов «пут» является одновременно и самым очевидным — это желание

заработать краткосрочную прибыль на премиях. После продажи опцион «пут» начинает терять стоимость и, следовательно, может быть куплен (закрыт) по более низкой цене, что приводит к образованию прибыли. Если вы — продавец, то время будет на вашей стороне, поэтому при продаже опциона «пут» с большой временной стоимостью возможность получения прибыли возрастает. Но обычно с более высокой временной стоимостью связан и более существенный риск.

Пример: Предположим, что в январе прошлого года вы продали июньский опцион «пут» с ценой исполнения 45 и получили за него премию 4. В то время рыночная стоимость базовых акций составляла 46 долларов за каждую. Поскольку рыночная стоимость была выше цены исполнения, то вся премия состояла из временной стоимости (в случае опционов «пут» статус опциона «с выигрышем» возникает в ситуациях, противоположных случаю опционов «колл».) Если рыночная стоимость акций останется на уровне 45 долларов за акцию или выше, то опцион «пут» в конце концов истечет и обесценится. Если на дату истечения опциона акции будут оцениваться в диапазоне между 41 и 45 долларами, то вы получите ограниченную прибыль или достигнете точки безубыточности. Цена в 41 доллар — это разница между ценой исполнения и уровнем полученной вами премии.

Короткая позиция может быть закрыта в любой момент. Чтобы закрыть свою позицию, продавцу надо купить тот же контракт по текущей стоимости. Открытый опцион в любой момент может быть исполнен покупателем. Когда бы вы ни продали опцион «пут», вы рискуете его исполнением и должны быть готовы принять акции, если исполнение произойдет. Если рыночная стоимость акций упадет ниже цены исполнения, то оно может случиться в любой момент. Из-за премии, которую вы получите при продаже опциона «пут», вы принимаете риск того, что рыночная стоимость акций может упасть ниже цены исполнения и от вас потребуются купить 100 акций по цене, выше текущей рыночной стоимости.

Рациональный продавец опционов «пут» всегда оценивает возможные зоны прибылей и убытков, заранее решая,

в какой момент он будет закрывать позицию. Если получение прибыли становится невозможным, то наилучший возможный исход состоит в том, чтобы принять ограниченные убытки. Пример зон прибылей и убытков при продаже опциона «пут» показан на рис. 7.1. Цена исполнения равнялась 50, а премия за опцион «пут» была 6; возникла зона ограниченных прибылей шириной в 6 пунктов между 44 и 50 долларами за акцию; ниже этой зоны вы понесете убытки.

Пример: Предположим, что вы продали опцион «пут» с ценой исполнения 60 и получили за него премию 5. В этом случае ваша зона прибылей — это множество цен, равных или превышающих цену исполнения опциона. Если рыночная стоимость акций падает ниже 60 долларов за акцию, но остается не ниже 55 долларов за акцию, то вы получите ограниченную прибыль (поскольку вы получили 5 пунктов за продажу опциона «пут»). Если рыночная стоимость акций упадет ниже 55 долларов за акцию, то вы окажетесь в зоне убытков. Вы могли бы выбирать акции с ценой не ниже цены исполнения и получать прибыль, периодически продавая опционы «пут» без угрозы исполнения. Но при небольшом изменении цены вы оказываетесь перед угрозой исполнения, и на такой риск нельзя смотреть сквозь пальцы. Основное правило продажи опционов «пут» состоит в том, что вы должны быть готовы купить 100 акций по цене исполнения, которую вы рассматриваете как приемлемую цену для данных акций. Если их текущая рыночная стоимость ниже, чем цена исполнения, то вы должны верить, что рыночная стоимость акций восстановится и это оправдывает их покупку.

Один из наиболее существенных рисков при продаже опционов «пут» — риск их исполнения, которое может создать вам проблемы. Вы можете оказаться в итоге с портфелем переоцененных акций. Потребуется время, чтобы рыночная стоимость ваших инвестиций поднялась до уровня реальных затрат на приобретение акций, так как ваш капитал вложен в акции, приобретенные выше их рыночной стоимости.

Пример: Предположим, что в течение нескольких последних месяцев вы продали несколько опционов «пут».

В этом месяце цены на рынке значительно упали (это называется коррекцией). Пять из ваших опционов «пут» были исполнены одновременно, и вы получили в общей сложности 500 акций. Весь ваш капитал теперь вложен в эти акции, приобретенные через опционы. В результате общие реальные затраты на приобретение вашего портфеля оказались выше его текущей рыночной стоимости, которая изменяется медленно. Ваш портфель переоценен, даже если учесть премии, которые вы получили. Падение рыночной стоимости было неожиданным и внезапным, и ваши убытки оказались значительными. У вас нет другого выхода, кроме как ждать и надеяться на будущий подъем рынка.

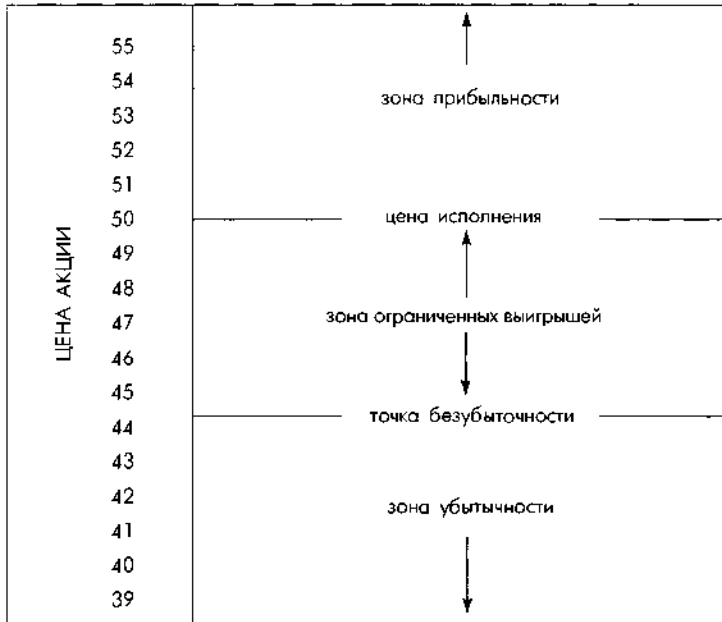


Рисунок 7.1. Зоны прибыльности и убыточности при продаже опциона «пут»

Чистые затраты на приобретение акций, полученных в результате исполнения опционов «пут», — это цена ис-

полнения опционов за вычетом премии, полученной от продажи опционов «пут». Затраты увеличиваются на величину комиссионных брокерской конторе за совершение сделок (как за продажу опционов «пут», так и за покупку акций). В случае большого падения рыночной стоимости акций вы можете в итоге оказаться со значительно переоцененными акциями. Даже если вы полагаете, что цена исполнения вполне разумна, это ваше сегодняшнее суждение. После падения курса акций вы можете полагать другое; в любом случае потребуется время, чтобы значительное падение цен было перекрыто.

Ваш брокер, возможно, потребует денежный депозит или другое обеспечение в залог, если вы продаете опционы «пут». При открытии коротких позиций брокерские конторы хотят защитить себя на случай неблагоприятного исхода. Если у вас есть несколько открытых коротких позиций по опционам «пут», то брокерская контора должна удостовериться в том, что в случае их исполнения вы способны выполнить обязательства по контрактам и купить акции. Если вы окажетесь не способным выполнить свои обязательства, то брокерской конторе придется принять ваши убытки на себя.

Вам придется ограничить количество продаваемых одновременно опционов «пут», по крайней мере из-за требований брокера. Кроме того, ни один инвестор не может рассматривать неограниченный риск в качестве приемлемого. Вы не сможете увеличить свою истинную способность купить акции при исполнении одновременно всех открытых коротких позиций по опционам «пут».

Пример: Предположим, что сегодня у вас есть 12 000 долларов, которые вы можете инвестировать. Вы могли купить акции в определенных пределах, которые можете себе позволить, т.е. так, чтобы их совокупная текущая рыночная стоимость не превысила 12 000 долларов. Но если вы хотите продавать опционы «пут», то, вероятно, вы зарезервируете некоторое количество денег, определяемое возможными ценами исполнения соответствующих опционов «пут». В этом случае вы не сможете превысить цену исполнения в 120 пунктов (которые и составляют 12 000 долларов).

Это ограничение может означать продажу трех опционов «пут» с ценой исполнения не более 40 для каждого или продажу одного опциона «пут» с ценой исполнения 120; или любую комбинацию опционов, общая цена исполнения которых не превысит 120. Но распределение рисков среди нескольких разных опционов «пут» снижает ваш общий риск. Например, продажа единственного опциона «пут» означает, что весь ваш возможный риск связан с одной-единственной компанией.

Брокер при продаже опционов «пут» может позволить вам превысить максимальный уровень имеющихся средств. Тем не менее если опционы «пут» будут исполнены и вы превысите свою покупательную способность, то от вас потребуются пополнить залоговый счет, т.е. занять деньги у брокерской конторы и платить за это проценты. Это увеличивает ваши убытки по опционам «пут».

Продав опционы «пут», вы принимаете на себя риск их исполнения и не можете покрыть свою позицию, как делали это в случае опционов «колл». Продажа опциона «колл» может быть покрыта путем покупки 100 акций. Но позиция по проданному опциону «пут» не может быть покрыта непосредственным образом (кроме как путем покупки другого опциона, что мы обсудим в главе. 8). Термин «покрытый опцион «колл»» означает сочетание продажи опциона «колл» и владения акциями, но подобная стратегия невозможна в случае опционов «пут». (Стратегия, называемая покрытый опцион «пут» и состоящая в продаже опциона «пут» при одновременной короткой продаже 100 базовых акций, защищает лишь сумму денег, которую продавец получил в качестве премии за опцион «пут». Если стоимость опциона «пут» вырастает выше этой отметки, то короткая позиция не будет покрыта полностью. Невозможно «покрыть» короткий опцион «пут», как делали это в случае короткого опциона «колл». В целом стратегия покрытого опциона «пут» не имеет практического значения.)

Продавцы опционов «пут» должны иначе относиться к выбору стратегии по сравнению с продавцами опционов «колл». При продаже покрытого опциона «колл» исполнение не обязательно означает негативной исход; иногда это приемлемый и даже желаемый исход, ведущий к получению прибыли. Но если исполняется опцион «пут», то акции

всегда переходят к продавцу по цене, выше текущей рыночной стоимости. Это может быть выгодно, только если передача акций случается в диапазоне ограниченных прибылей. Тогда чистые реальные затраты на приобретение акций (цена исполнения опциона минус полученная премия) будут ниже, чем текущая рыночная стоимость. С учетом выплат брокеру комиссионных за сделки по опционам и акциям эта прибыль даже в лучшем случае будет крайне мала.

Как продавец опциона «пут» вы можете избежать его исполнения, используя те же приемы, что и в случае продажи опционов «колл». «Удлиняющая замена» дает вам время и может способствовать тому, чтобы избежать исполнения, по крайней мере до тех пор, пока цены на акции растут. Вам следует, тем не менее, избегать увеличения числа опционов «пут» в короткой позиции, проданных на одну и ту же акцию, иначе вы возьмете на себя риск купить большее количество акций по цене, выше рыночной. Но подвергать себя риску больших потерь, только для того, чтобы избежать исполнения опциона, будет ошибкой.

Пример: Предположим, что два месяца назад вы продали опцион «пут» и получили премию 4. Недавно акции упали ниже цены исполнения, и вы хотели бы избежать исполнения. Теперь тот же опцион «пут» стоит 6. Для того чтобы предупредить исполнение или избежать его, вы закрыли начальную позицию, купив этот опцион «пут». В результате вы потеряли 200 долларов. В то же самое время вы продали два дополнительных опциона «пут», которые в момент продажи оцениваются в 4 каждый, получив общую премию в 800 долларов.

Проблема, связанная с таким приемом ухода от исполнения, состоит в том, что риск удваивается. Теперь, вместо того, чтобы подвергаться риску, связанному с одним опционом и с передачей вам 100 акций, вы подвергнетесь другому риску: у вас есть два проданных опциона «пут», и в конце концов вам может потребоваться купить 200 акций по цене, выше рыночной стоимости. Альтернатива состоит в применении «удлиняющей замены», т.е. в продаже еще одного опциона «пут», что снижает потенциальные убытки. Можно заменить один опцион «пут» другим —

с той же ценой исполнения, но с более поздней датой истечения. Это снизит риск исполнения (хотя оно все равно может случиться в любой момент) и, кроме того, принесет доход от премии благодаря более высокой временной стоимости. Вы также можете просто закрыть свою позицию, исполнив этот опцион «пут» и потеряв 200 долларов. Это решение должно опираться на ваше отношение к базовым акциям и готовности подвергаться большему риску. В некоторых случаях потеря 200 долларов может оказаться наилучшим результатом сделки. Продолжаете ли вы считать свою готовность купить акции по цене исполнения (независимо от текущей рыночной стоимости) разумной? Если да, то исполнение опциона нельзя рассматривать как полностью негативное событие. Следует предположить, что текущая рыночная стоимость акций упала не слишком значительно.

Сравните возможные убытки с разницей между текущей рыночной стоимостью акций и ценой исполнения опциона. Например, если цена исполнения 45 и акции упали в цене до 38 долларов за каждую, то разница составит 7 пунктов. Допустим, что закрытие опциона «пут» приведет к потере 400 долларов. Возникает вопрос: что лучше, потеря 400 долларов или необходимость купить 100 акций по цене, которая на 7 пунктов выше их текущей рыночной стоимости? Как владелец акций вы можете позволить себе ждать роста цен на эти акции. Однако, как только вы закрыли короткую позицию по опциону «пут», вы можете продать другой опцион «пут», скомпенсировав потерю 400 долларов. Решение зависит от вашей терпимости к риску и прогнозов цен на акции.

Цель 2: использование свободных денег

Если инвестор продает опционы, то его брокерская контора требует депонирования денег или другого обеспечения, чтобы покрыть хотя бы часть риска. В случае опционов «пут» максимальный риск — это цена исполнения опциона «пут».

Иногда инвесторы не используют полностью свои деньги, так как считают, что акции, которые они хотели бы купить, на данный момент переоценены. Если они ока-

жуются не правы и цены на эти акции вырастут, то они потеряют благоприятные возможности и их деньги будут свободными. Они будут вынуждены ждать другого случая, но неизвестно, сколько времени это займет.

Эти проблемы не всегда можно предвидеть, и ответ на поставленный вопрос неизвестен. Продажа опционов «пут» на акции, покупку которых инвестор считает своей целью, — это один из способов, позволяющих справляться с фактором неопределенности. Вы можете держать свой капитал, не вкладывая его из опасений, что цены на базовые акции в данный момент слишком высоки. Продавая опционы «пут», вы можете получить прибыль, если цены продолжат подниматься, и вам придется купить акции по цене исполнения, если их рыночная стоимость пойдет вниз. При любом развитии событий у вас останется премия, полученная за продажу опциона «пут».

Пример: Предположим, что вы заинтересованы в покупке определенных акций, рассматривая это как долгосрочную инвестицию. Но одновременно вы верите, что рынок в целом растет слишком быстро и цены подвергнутся коррекции в ближайшем будущем. Кроме того, вы верите, что цены на акции, которые вы хотите купить, в данный момент низки. Ваше решение: продать по одному опциону «пут» на каждые 100 акций, которые вы хотите купить, вместо того, чтобы покупать сами акции. Вы помещаете свой капитал на счет брокерской конторы в качестве залога по своей короткой позиции по опционам «пут». Если текущая рыночная стоимость акций начнет расти, то ваши короткие опционы «пут» будут терять свою стоимость и могут быть куплены по цене более низкой, чем та, за которую вы их продавали. Вы также можете позволить им истечь и обесцениться. Таким образом, вы получите выгоду от роста рыночной стоимости, не рискуя при этом всем своим капиталом.

Если рыночная стоимость акций упадет, то акции будут вам переданы. Но пока цена исполнения опционов соответствует вашим представлениям о разумной рыночной стоимости, которые были у вас в момент открытия позиции, падение цен не должно вас беспокоить. Как долгосрочный инвестор вы уверены в будущем росте цен и в том,

что ваши незафиксированные потери будут частично компенсированы прибылью от опционов «пут».

Цель 3: покупка акций

Третья причина, по которой можно продавать опционы «пут», состоит в том, что вы ориентируетесь именно на их исполнение. Продажа опциона «пут» дисконтирует реальные затраты на приобретение акций на сумму полученной премии, и можно будет игнорировать падение цен в период от продажи опциона «пут» до даты его истечения.

Пример: Предположим, что несколько месяцев вы следили за поведением некоторой акции и решили, что готовы приобрести 100 таких акций по 40 долларов за каждую. Текущая цена составляет 45 долларов за акцию. Вы можете безрезультатно ждать падения курса этих акций. Однако вы решаете продать ноябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 45 и получить за это премию 6. Эффект данной сделки будет зависеть от того, растет или падает рыночная стоимость этих акций. Если она растет, то опцион «пут» обесценивается, и все 600 долларов, полученные за продажу опциона, становятся вашей прибылью; в таком случае вы можете повторить короткую сделку. Если рыночная стоимость акций падает, опцион будет исполнен. Вычтя премию, полученную при продаже опциона, из цены его исполнения, равной 45 долларам за акцию, вы увидите, что чистые затраты составили только 39 долларов на акцию (не учитывая брокерского вознаграждения), что на 1 доллар за акцию ниже той цены, к которой вы стремились.

В этом примере проданный опцион «пут» был «без выигрыша», а премия, полностью состоящая из временной стоимости, была достаточно высока, чтобы вы могли достичь желаемой цены покупки акций. Даже если текущая рыночная стоимость акций упала бы ниже 40 долларов за акцию, то ваши долгосрочные планы не изменились бы. В этом примере вы изначально считали, что 40 долларов за акцию — разумная цена. Промежуточные падения цен не интересуют долгосрочных инвесторов. Но когда рыночная

стоимость акций растет и опцион «пут» истекает, то премия в 600 долларов, обесценившись, полностью оказывается вашей прибылью, что позволит изменить представление о целях покупки. Если бы вы купили акции по 46 долларов за каждую, то реальные затраты на приобретение остались бы для вас равными 40 долларам (46 долларов за акцию минус 6 долларов на акцию, которые вы получили в качестве прибыли от продажи опциона «пут»). Теоретически вы могли бы повторно применять эту стратегию, пока стоимость акций продолжает идти вверх, и вам доступны опционы «пут» с премией, которая способна покрывать рост рыночной стоимости акций. Вы теряете возможность купить акции, пока рыночная стоимость акций растет, но одновременно вы полностью или частично покрываете эти упущенные возможности.

Пример: Предположим, что вы заинтересованы в приобретении акций по цене в 40 долларов за каждую. Однако их текущая рыночная стоимость составляет 45 долларов за акцию. Вы продаете опцион «пут» с ценой исполнения 45 и получаете премию 6. Вы надеетесь, что стоимость акций будет падать и опцион будет исполнен, в результате чего вы будете владельцем акций, чистая стоимость которых окажется для вас равной 39 долларам за акцию. Однако вместо того, чтобы падать, рыночная стоимость акций выросла на 14 пунктов.

В этом примере опцион «пут» истечет и обесценится, а 600 долларов премии будут вашей прибылью. Но если бы вы купили акции вместо того, чтобы продать опцион «пут», то заработали бы 1400 долларов. Тем не менее, как только опцион «пут» истечет, вы можете продать еще один опцион «пут», частично компенсируя тем самым упущенную возможность, которую предоставляла подобный рост рыночной стоимости акций. Если курс акций колеблется, то вы можете в итоге зафиксировать прибыль.

Чтобы добиться успеха при продаже опционов «пут», необходимо быть готовым к риску потерь будущей прибыли из-за неожиданных изменений цен на акции. Это может произойти двумя путями:

Если рост цены базовых акций превосходит сумму полученной вами премии, то вы потеряете возможность получить прибыль по акциям. Вам останется доход только от премии. Однако если это случится, то вы сохраните первоначальный капитал, добавив к нему премию; и вы всегда можете продать следующий опцион «пут», придерживаясь своей стратегии.

Если цена на базовые акции упадет существенно, то от вас потребуется купить 100 акций на каждый проданный опцион «пут» по цене выше текущей рыночной стоимости. Может потребоваться существенное время для того, чтобы рыночная стоимость акций восстановилась, а ваш инвестиционный капитал будет связан акциями, которые вы купили дороже их текущей рыночной стоимости.

Хотя риски продажи опционов «пут» ограничены сильнее, чем риски, связанные с продажей непокрытых опционов «колл», вы можете упустить благоприятные возможности получения прибыли в случае изменения цен на акции, причем независимо от направления этого движения.

Цель 4: создание налогового опциона «пут»

Четвертая причина для продажи опционов «пут» состоит в решении налоговых проблем, что известно как налоговый опцион «пут». Прежде чем прибегать к данной стратегии, следует предварительно проконсультироваться с налоговым советником, чтобы определить, правильно ли вы выбираете время для такой сделки и законно ли вы ее совершаете, и убедиться, что вы знаете обо всех рисках и возможных обязательствах, связанных с такой деятельностью.

Инвестор, у которого возникают незафиксированные убытки по акциям (когда текущая рыночная стоимость ниже, чем начальная цена покупки), имеет право продать акции в любой момент и показать убытки, в том числе и для того чтобы снизить свои налоги на прибыль. Подобные убытки могут быть учтены в пределах годового лимита. В то же самое время тот же самый инвестор может про-



Налоговый опцион «пут»

Стратегия, сочетающая продажу акций с убытками, предпринимаемая с целью снижения налогов, с одновременной продажей опциона «пут» (полученная за продажу опциона «пут» премия компенсирует убытки от продажи акций; если опцион «пут» исполнится, то акции будут куплены по цене исполнения).

дать на эти акции опцион «пут», и, таким образом, полученная премия компенсирует потери.

В итоге возможны три исхода:

Рыночная стоимость акций вырастет, и опцион истечет, обесценившись. При таком исходе потери по акциям будут скомпенсированы полученной опционной премией. Но убытки по акциям будут учтены в отчете за текущий год, а прибыль от короткой позиции по опциону «пут» потребует уплаты налогов в следующем году.

Рыночная стоимость акций вырастет, и инвестор закроет позицию в опционах, создавая прибыль, поскольку цена покупки ниже, чем цена продажи.

Рыночная стоимость акций упадет, оказавшись ниже цены исполнения опциона, и инвестор получит акции. В этом случае реальные затраты на приобретение по акциям будут дисконтированы на величину премии, полученной за продажу опциона «пут».

Если текущая рыночная стоимость акций ниже, чем их начальная стоимость, то опцион «пут» будет иметь цену исполнения ниже этой стоимости. Таким образом, в случае исполнения опциона инвестор не только сохраняет опционную премию, но и дисконтирует реальные затраты на приобретение по акциям.

Преимущества налогового опциона «пут» двояки: во-первых, у вас возникают убытки в текущем году (т.е. в том году, когда акции проданы), при этом от них отделяется прибыль от продажи опциона «пут», которая будет учитываться только в следующем году. Эта отсрочка снижает налоги за этот год в связи с убытками, возникшими по акциям. В то же время на год откладывается необходимость платить налоги с прибыли от продажи опционов «пут». Во-вторых, вы получаете прибыль от продажи опционов двумя способами (рис. 7.2):

Доход от продажи опциона компенсирует убытки по акциям.

В случае исполнения опциона реальные затраты на приобретение акций дисконтируются относительно уровня цены исполнения опциона.

Пример: Предположим, что изначально вы покупали акции по 38 долларов за каждую, а теперь они оцениваются в 34 доллара за акцию. Вы продаете акции, фиксируя 400 долларов убытков. Одновременно вы продаете опцион «пут» с ценой исполнения 35, получая премию 6. Если этот опцион «пут» исполнится, то, во-первых, ваши 400 долларов убытков по акциям компенсируются прибылью в 600 долларов от премии за опцион «пут». Теперь реальные затраты на приобретение акций составляют 36 долларов (38 долларов за акцию минус 200 долларов прибыли от налогового опциона «пут»). Во-вторых, если опцион «пут» исполнится, то вы купите 100 акций по цене исполнения в 35 долларов, что всего лишь на 1 пункт ниже ваших новых реальных затрат на приобретение акций.

Дата	Действие	Получено (долл.)	Заплачено (долл.)
15 августа	Куплены 100 акций по 50 долл.		5000
15 декабря	Проданы 100 акций по 47 долл.	4700	
15 декабря	Продан один опцион «пут» февраль 50 за 6	600	
	Всего	5300	5000
	Итого	300	

Изменение цен	Результат
Цена акций растет выше цены исполнения	300 долларов прибыли
	Опцион «пут» куплен с прибылью
Цена акций падает ниже цены исполнения	Опцион «пут» исполняется по 50 долларов, чистые затраты 47 долларов (при 300 долларах прибыли от налогового опциона «пут»)

Рисунок 7.2. Пример налогового опциона «пут»

Продавцы опционов «пут» имеют важное преимущество перед продавцами опционов «колл»: их риск ограничен, поскольку не связан с возможностью неограниченного роста цен на базовые акции. Эти акции могут упасть только до уровня, когда они не будут стоить ничего.

Пример продажи опциона «пут» с определенными зонами прибылей и убытков показан на рис. 7.3.

Пример: Предположим, что вы продали один майский опцион «пут» с ценой исполнения 40 за 3. Исход такой короткой позиции будет прибыльным до тех пор, пока стоимость акций остается равной цене исполнения или будет выше нее. Если к моменту истечения опциона стоимость акций ниже чем 40 долларов за каждую, то от вас потребуются купить 100 акций по цене исполнения. Как продавец опциона «пут» вы принимаете ограниченный риск. Поскольку вы получили 300 долларов от продажи опциона, то ваша точка безубыточности оказалась на 3 пункта ниже цены исполнения опциона.

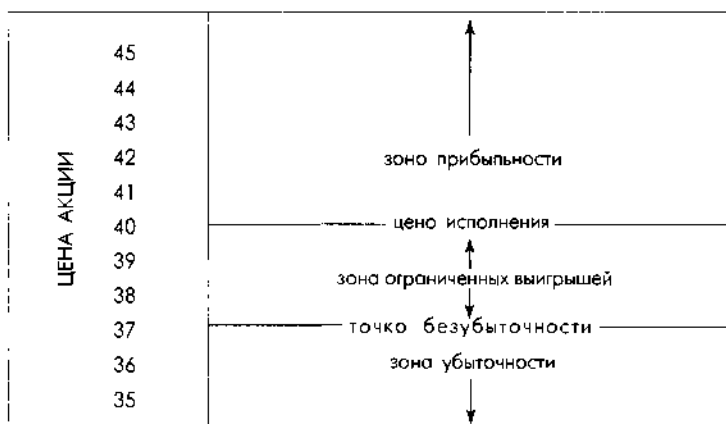


Рисунок 7.3. Пример опциона «пут» с зонами прибылей и убытков

Наиболее существенный риск, с которым могут столкнуться продавцы опционов «пут», состоит в том, что акции могут обесцениться. Если стоимость акций упадет до

нуля, то вам придется столкнуться с исполнением опциона «пут» по зафиксированной в контракте цене, хотя акции уже ничего не стоят. Но пока вы выбираете акции хорошо управляемых компаний, риск падения их стоимости до нуля вряд ли вероятен. Фактический уровень риска ограничен балансовой стоимостью акции, которая часто бывает близка к текущей рыночной стоимости. Однако в действительности при приближающемся истечении срока опциона можно (хотя и редко) столкнуться с исполнением при цене ниже балансовой стоимости, поскольку текущая рыночная стоимость — это отражение представлений рынка о цене, а не финансовых реалий, связанных с компанией. Чтобы избежать подобных рисков, выбирайте акции, сильные с фундаментальной точки зрения, но учитывайте, что ограниченный риск связан с рыночными факторами и присутствует всегда.

Как и в случае других опционных стратегий, лучшие акции для продажи опционов «пут» — это те, которые изменяют свою цену в достаточно ограниченном диапазоне. Они имеют достаточную волатильность, чтобы могла образоваться прибыль от уменьшения временной стоимости, но при этом не настолько большую, чтобы возникал риск больших потерь стоимости, которые могут потребовать месяцев или даже лет на восстановление.

Продавцы опционов «пут» должны быть готовы получить оговоренных 100 акций. Поскольку вы продаете опционы «пут», то, вероятно, в конце концов столкнетесь с исполнением. Если исполнение произойдет, то вы купите 100 акций по цене, выше текущей их рыночной стоимости. Пока вы верите в то, что цена исполнения — это разумная цена для данных акций, то краткосрочные движения текущей их рыночной стоимости не так уж важны с точки зрения долгосрочной деятельности. Если вы тщательно изучили силу компании и перспективы ее дальнейшего роста, то продажа опционов «пут» может быть хорошим способом увеличить текущие доходы, дисконтировать расходы на акции, которые вы собираетесь купить, и извлечь выгоду из роста цен, но не покупать акции сегодня.

В следующей главе вы увидите, как можно сочетать стратегии покупок и продаж опционов, если целью является увеличение доходов и изменение рисков.

Комбинированные стратегии

Оptionные инвесторы могут использовать четыре основные стратегии: покупку опционов «колл», их продажу, покупку опционов «пут» и их продажу. В предыдущих главах вы видели, что эти стратегии могут различными способами модифицироваться. Количество возможных модификаций огромно, и их использование может быть весьма полезным. Например, сравнивая покрытые и непокрытые опционы «колл», вы увидите, что риски для этих двух стратегий имеют разный характер.

Причины покупок и продаж опционов связаны с конкретными типами рисков, которые вы можете взять на себя. В этом отличие инвестиций с использованием опционов от других видов инвестиционной деятельности. Способ использования опционов определяет уровень риска инвестиций и характер получаемых результатов. Рассмотрим разницу между двумя инвесторами. Один заинтересован только в получении прибыли от торговли опционами «колл» или «пут», а другой рассматривает опционный контракт как способ покупки или продажи акций. Их представления о риске, желаемом исходе и методах выбора акций, скорее всего, будут совершенно разными.

**Спрэд**

Одновременная покупка и продажа опционов на одни и те же базовые акции, но с различными ценами исполнения, датами истечения или и тем и другим. Цель создания спреда состоит в повышении прибыли за счет извлечения выгоды из краткосрочных колебаний цен акций при одновременном снижении рисков в случае, если курс базовых акций не изменится так, как предполагалось.

**Вертикальный спрэд**

Спрэд, созданный на базе опционов с различными ценами исполнения, но идентичными датами истечения.

**Денежный спрэд**

Другое название вертикального спреда.

В данной главе мы рассмотрим различные комбинации четырех основных стратегий. Длинные и короткие позиции могут использоваться одновременно, и связанные с ними риски будут взаимно компенсироваться. Некоторые комбинированные стратегии используются для того, чтобы извлекать прибыль даже в том случае, когда цены на базовые акции двигаются в любом направлении. Другие, наоборот, приносят прибыль, если цена акций остается внутри определенного диапазона. Мы исследуем различные стратегии, которые разработаны для того, чтобы минимизировать риски, одновременно предоставляя опционному инвестору возможность извлекать прибыль.

Вы узнаете о трех основных комбинированных стратегиях. Первая из них называется спрэд. Это одновременное открытие длинной и короткой позиций по опционам на одну и ту же базовую акцию. Чтобы позиции образовывали спрэд, они должны состоять из опционов с различными датами истечения и разными ценами исполнения либо одновременно с тем и другим. Когда цены исполнения контрактов различаются, а даты их истечения одинаковы, спрэд называется вертикальным. Вертикальный спрэд именуют также денежным спредом.

Пример: Предположим, что вы купили опцион «колл» с ценой исполнения 45 и одновременно продали опцион «колл» с ценой исполнения 40. Оба опциона истекают в феврале. Поскольку даты истечения этих контрактов совпадают, то это вертикальный спрэд.

Пример: Предположим, что вы купили опцион «пут» с ценой исполнения 30 и одновременно продали опцион «пут» с ценой исполнения 35. Оба опциона истекут в декабре. Это тоже вертикальный спрэд.

Вы также можете создать спрэд, купив и продав опционы с различными датами истечения или одновременно различными ценами исполнения и даты истечения. Существует много способов построения спредов. Мы опишем их в этой главе.

Вторая комбинированная стратегия называется стрэдл. Она включает в себя одновременную покупку и прода-

жу одинакового количества опционов «колл» и опционов «пут» с одинаковыми ценами исполнения и датами истечения. Если спрэд требует различия хотя бы в одном из условий контрактов, то для стрэдда они должны были быть идентичными, но при этом одна сторона стрэдда (покупка или продажа) должна быть представлена опционами «колл», а другая — опционами «пут».

Третий тип комбинированных стратегий называется хеджирование. Эта стратегия состоит в открытии позиции для страховки от убытков по другой открытой позиции. Хеджирование используется для снижения рисков. Спрэды и стрэдды также имеют черты хеджирования, так как при реализации этих стратегий одновременно открываются две несхожие позиции. Если движение цен на акции уменьшает стоимость опционного контракта в покупке (или в продаже), то оно увеличивает ее в продаже (или, соответственно, в покупке). На опционном рынке покупка опциона «пут» на 100 акций, которыми владеет инвестор, — это форма хеджирования, поскольку опцион «пут» создает для вас страховку на тот случай, если стоимость акций уменьшается. Таким образом, опцион «пут» при таком использовании фактически оказывается формой хеджирования.

Часто начинающие опционные инвесторы предпочитают простые стратегии. Но если вы решили от них отказаться и перейти к комбинированным стратегиям, то наиболее целесообразно начинать с использования вертикального спрэда. Опционные стратегии могут быть весьма сложными, и большая их часть в этой книге подробно не рассматривается. Они упоминаются только с целью проиллюстрировать весь спектр возможностей опционной торговли. Сложные стратегии, хотя это может показаться странным, часто ведут к извлечению минимальной прибыли с каждого контракта. Исходы с минимальными результатами редко подходят для индивидуального инвестора, поскольку возможная прибыль будет существенно ограничена. Подобные стратегии используются для сделок, в которых задействованы большие суммы денег и тысячи опционных контрактов, но их редко применяют для создания портфеля средних размеров. Величина рисков, стоимость комиссионных и важность серьезного анализа, необходимого для реализации сложных стратегий остав-



Комбинация

Любая покупка или продажа нескольких опционных контрактов с различающимися условиями на одну и ту же базовую акцию.



Стрэдд

Одновременная покупка или продажа одного и того же количества опционов «пут» и «колл» с одинаковыми ценами исполнения и датами истечения.

ляют возможность для их осуществления только самым опытным инвесторам.

Иногда то, что может показаться простым и безопасным на бумаге, не всегда является таким на практике. Колебания опционных премий не настолько логичны или предсказуемы, как можно поначалу надеяться. Их кратковременные изменения происходят по разнообразным и весьма многочисленным причинам. Это усиливает интерес к опционному инвестированию, но делает еще более сложным использование продвинутых стратегий. Если вы собираетесь реализовывать комбинированные стратегии и использовать спред, страдл или хедж, то вам следует сначала удостовериться, что вы понимаете риски и затраты, связанные с этой деятельностью, а также имеете достаточный опыт и знания.

ВЕРТИКАЛЬНЫЙ СПРЕД

Опционные инвесторы используют спред для того, чтобы воспользоваться определенной предсказуемостью изменений стоимости премии. Эти изменения предсказуемы в том отношении, что временная стоимость уменьшается по мере приближения даты истечения контракта. Если опцион оказывается «с выигрышем», то вы обычно можете ожидать, что изменения стоимости премии будут значительно более чувствительны к изменениям стоимости акций, чем когда опцион имеет проигрыш. Связь между внутренней стоимостью опциона (которая существует, только когда опцион «с выигрышем») и его временной стоимостью и является причиной внимания к спреду со стороны опционных инвесторов.

Положительный результат возникает вследствие того, что длинная и короткая позиции в спреде взаимно компенсируются. Стоимость того из двух образующих спред опционов, который оказывается «с выигрышем», и стоимость опциона «с проигрышем» будут меняться с разными скоростями. Поэтому если вы следите за тем, как изменяются стоимости премий на каждой из сторон спреда, то сможе-

те извлечь выгоду от использования этой стратегии, независимо от того, двигаются ли цены на рынке вверх или вниз.

Бычий спрэд

Бычий спрэд создает возможность для извлечения прибыли, когда рыночная стоимость базовых акций растет. Для реализации этой стратегии надо купить опцион с относительно более низкой ценой исполнения и одновременно продать такой же опцион с более высокой ценой исполнения. При построении бычьего спреда использовать можно опционы «колл» и «пут».



Бычий спрэд

Стратегия, основанная на покупке и продаже опциона «колл» или «пут», которая приводит к образованию максимальной прибыли в том случае, когда стоимость базовых акций растет.

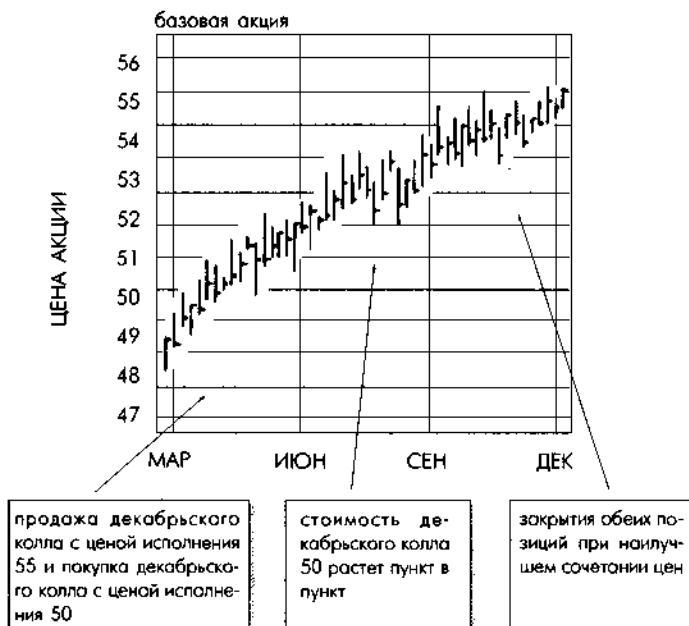


Рисунок 8.1. Пример бычьего спреда

Пример: Предположим, что вы открыли бычий спрэд, используя опционы «колл». Вы продали один декабрьский оп-

цион «колл» с ценой исполнения 55 и купили один декабрьский опцион «колл» с ценой исполнения 50 (рис. 8.1). В момент совершения этой сделки рыночная стоимость базовых акций составляла 49 долларов за каждую. После того как вы открыли спрэд, рыночная стоимость акций выросла до 54 долларов за акцию. После этого декабрьский опцион «колл» с ценой исполнения 50 увеличил свою стоимость «пункт в пункт» с акциями, поскольку он был «с выигрышем». Короткий опцион «колл» с ценой исполнения 55 был «с проигрышем» и постепенно терял свою временную стоимость. И длинная и короткая позиции спреда были прибыльными. Выгоду позволил извлечь спрэд. Длинная позиция по опциону «колл» (с ценой исполнения 50) увеличивает стоимость, создавая прибыль; короткий опцион «колл» (с ценой исполнения 55) остается «с проигрышем» и теряет временную стоимость, тоже создавая прибыль.

Этот пример описывает идеальную ситуацию, в которой обе позиции спреда оказались прибыльными. Такое не может происходить постоянно. Но даже если только одна позиция в спреде оказывается прибыльной, то стратегия все равно может быть оправдана, если вы в итоге получите общую прибыль.

Вертикальный бычий спрэд будет прибыльным, если цена базовых акций изменится в том направлении, которое предполагалось инвестором. Например, бычий спрэд может включать покупку опциона «колл» с низкой ценой, в надежде на то, что акции будут дорожать в период от дня покупки до даты истечения контракта. Такой опцион «колл» будет «с выигрышем», и, таким образом, его стоимость будет расти быстрее, чем у опциона «колл» с более высокой ценой исполнения, проданного одновременно с первым.

На рис. 8.2 изображен вертикальный бычий спрэд и его зоны прибылей и убытков.

Пример: Предположим, что вы продали один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 45 за 2 и купили один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 40 за 5. Общие затраты на эту сделку составили 300 долларов. Когда цена акций росла в диапазоне от 40 до 45 долларов за акцию, стоимость сентябрьского опциона «колл» с ценой исполнения 40 росла «доллар в доллар» с ценой ак-

ций, так как короткая позиция по сентябрьскому опциону «колл» с ценой исполнения 45 все еще не имела внутренней стоимости. Но временная стоимость его премии постепенно будет уменьшаться. Пока цена акций остается выше 40 долларов, но ниже 45 долларов за акцию, обе позиции в спреде могут быть закрыты с прибылью (до тех пор, пока разница в стоимостях двух опционов превышает чистые начальные затраты в 300 долларов). Если цена на акции поднимется выше 45 долларов, то разница в 5 пунктов между ценами исполнения компенсируется короткой и длинной позициями. Таким образом, максимальные выигрыши и потери при такой стратегии оказываются ограниченными.

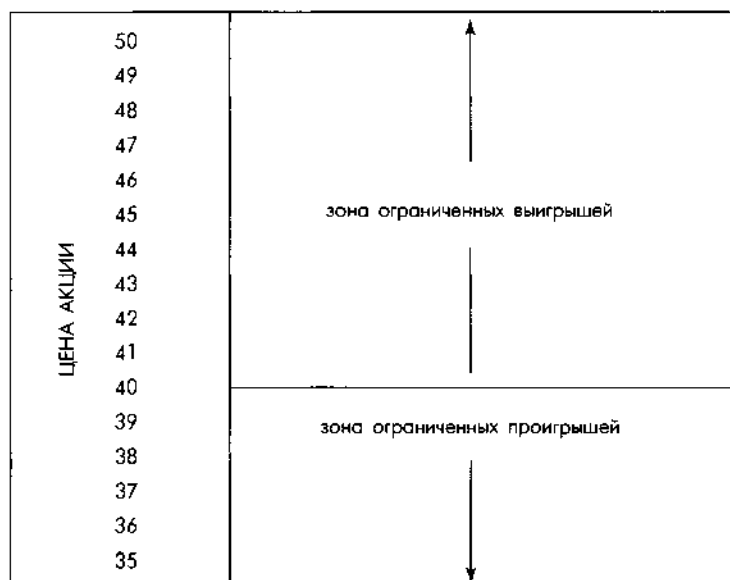


Рисунок 8.2. Зоны прибыльности и убыточности для вертикального бычьего спреда

Бычий спред может быть открыт и с использованием опционов «пут». В этом случае можно ожидать, что опцион «пут» с выигрышем будет терять свою стоимость быстрее, чем более дешевый длинный опцион «пут». Фактически

ки стратегия та же, что и в случае опционов «колл». В обоих случаях прибыль возникает за счет снижения временной стоимости премии, а возможности общих выигрышей и потерь ограничены.

Пример: Предположим, что вы открыли бычий спред, используя опционы «пут». Вы продали один ноябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 45 и купили один ноябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 40. Когда вы открывали эти позиции, рыночная стоимость акций составляла 42 доллара за каждую. В связи с более высокой ценой исполнения ноябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 45 оказался «с выигрышем», и стоимость его премии выше, чем для опциона с более низкой ценой исполнения, который оказывается «с проигрышем». Если цена акций возрастет, то стоимость премии короткой позиции будет снижаться быстрее, чем стоимость премии длинного опциона «пут», поскольку она станет изменяться «доллар в доллар» с ценой акций. В связи с этим вы сможете закрыть с прибылью обе позиции.



Медвежий спред

Стратегия, основанная на покупке и продаже опционов «колл» или «пут», которая приводит к образованию максимальной прибыли в том случае, когда стоимость базовых акций падает.

Медвежий спред

В отличие от бычьего спреда, медвежий спред будет приводить к выигрышам, когда стоимость базовых акций падает. Для создания медвежьего спреда опцион с более высокой стоимостью покупается, а более дешевый опцион продается. Этот спред можно создавать с использованием как опционов «колл», так и опционов «пут».

Пример: Предположим, что вы открыли медвежий спред, используя опционы «колл». Вы продали один мартовский опцион «колл» с ценой исполнения 35 и купили один мартовский опцион «колл» с ценой исполнения 40. В момент открытия этих позиций рыночная стоимость акций составляла 37 долларов за каждую. Стоимость премии более дешевого опциона «колл», имеющего выигрыш, снижалась «пункт в пункт» вместе со снижением рыночной стоимости акций. Если рыночная стоимость акций упадет, то вы сможете закрыть позицию с прибылью.

Пример: Предположим, что вы создали медвежий спред с использованием опционов «пут» (рис. 8.3). Вы продали декабрьский опцион «пут» с ценой исполнения 50 и купили декабрьский опцион «пут» с ценой исполнения 55. Текущая рыночная стоимость базовых акций составляла 55 долларов за акцию. Когда цена акций двигается вниз, стоимость вашего купленного опциона «пут» возрастает «доллар в доллар» со снижением стоимости акций. С того момента, когда стоимость акций снизится до 51 доллара за акцию, позиция может быть закрыта с прибылью.

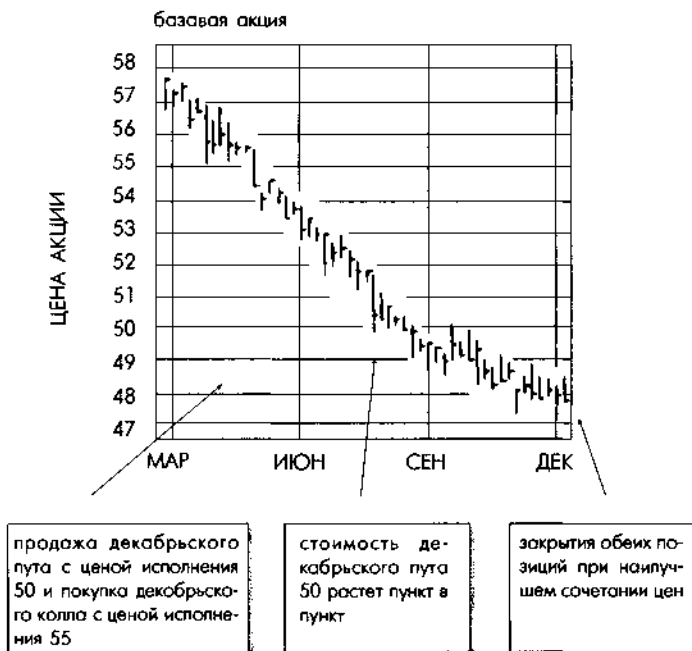


Рисунок 8.3. Пример медвежьего спреда

На рис. 8.4 изображен вертикальный медвежий спред и его зоны прибылей и убытков.

Пример: Предположим, что вы продали один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 40 за 5 и купили

один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 45 за 2, получив чистый доход в 300 долларов. Когда рыночная стоимость акций упала ниже уровня в 45 долларов за акцию, короткий опцион «колл» (с ценой исполнения 40) теряет стоимость «пункт в пункт» со снижением стоимости акций; более дорогой опцион «колл» в такой же степени на падение курса акций не будет реагировать. Как только будет достигнут уровень в 40 долларов за акцию, спред может быть закрыт с прибылью.

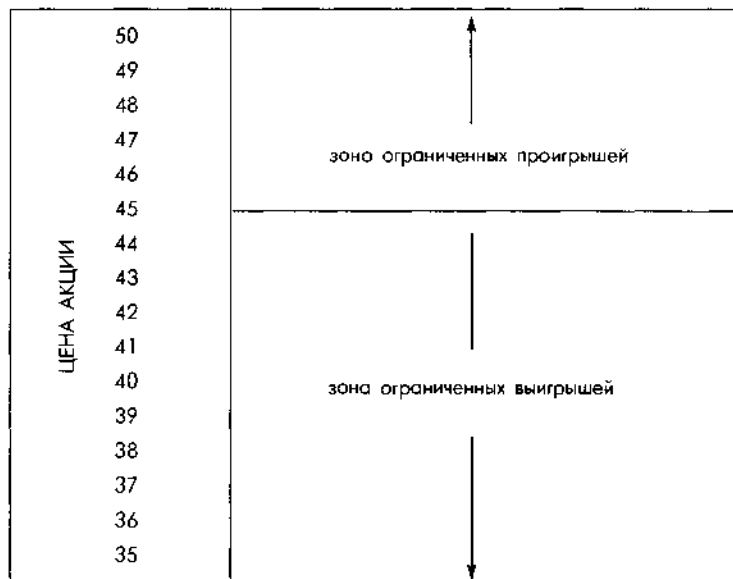


Рисунок 8.4. Зоны прибылей и убытков для вертикального медвежьего спреда

Рассмотрим, что изменится в приведенном выше примере, если вместо опционов «колл» использовать опционы «пут». В этом случае более дорогой опцион «пут», который окажется «с выигрышем», будет расти в цене «пункт в пункт» со снижением рыночной стоимости акций.

В примере с опционами «колл» прибыль будет зафиксирована, как только оба опциона оказываются «с выиг-

рышем». Если рыночная стоимость базовых акций падает ниже 40 долларов за акцию, то изменения стоимости длинной и короткой позиции будут взаимно компенсироваться «пункт в пункт».

Во всех этих примерах наибольший риск связан с тем, что цена акций может двигаться не в том направлении, на которое рассчитывал инвестор при открытии спреда. В этом случае надо закрыть спред раньше, чем короткая позиция будет расти в стоимости, так как это означает убытки для продавца. Но если рыночная стоимость базовых акций будет меняться слишком быстро, то возникает риск исполнения опциона или закрытия позиции с потерями. Максимальный риск ограничен разницей между двумя ценами исполнения, умноженной на количество созданных спредов. В нашем примере разница между двумя ценами исполнения составляла 5 пунктов, что на практике является обычным для спреда. Таким образом, максимальный риск составляет 5 пунктов, или 500 долларов (табл. 8.1).

Таблица 8.1. Риски спреда

Количество спредов	Разница между ценами исполнения	
	5 пунктов	10 пунктов
1	500 долл.	1000 долл.
2	1000	2000
3	1500	3000
4	2000	4000
5	2500	5000
6	3000	6000
7	3500	7000
8	4000	8000
9	4500	9000
10	5000	10000

Пример: Предположим, что вы создали спред, купив один опцион и продав другой. Разница между ценами исполнения этих двух позиций составляет 5 пунктов. Если цены на акции будут двигаться не в том направлении, которое для вас желательно, то максимальный риск составит 500 долларов плюс стоимость услуг брокера.

Пример: Предположим, что вы открыли спред, купив и продав по четыре опциона. Разница между их ценами исполнения составляет 5 пунктов. Ваш максимальный риск, без учета брокерских комиссионных, составляет 2000 долларов (разница между ценами исполнения, умноженная на число созданных спредов; 5 пунктов умножены на четыре открытых спреда, что составляет 2000 долларов).



Бокс-спред

Комбинация медвежьего и бычьего спреда, открытых одновременно на одни и те же базовые акции.

Бокс-спред

Вы можете создать одновременно медвежий и бычий спред, используя опционы на одни и те же базовые акции. В этом случае ваш риск ограничен, независимо от того, растет или падает курс акций. Эта стратегия называется бокс-спредом. Вы получите прибыль (хотя и ограниченную) независимо от направления движения рыночной стоимости акций.

Пример: Предположим, что вы создали бокс-спред, купив и продав следующие контракты (рис. 8.5):

Бычий спред: продан один сентябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 40 и куплен один сентябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 35.

Медвежий спред: куплен один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 45 и продан один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 40.

Если цена базовых акций сильно изменится в любом из направлений, то элементы бокс-спреда могут быть закрыты с прибылью. Однако вы останетесь с непокрытыми опционами, и вам может понадобиться закрыть эти позиции.

Но если акции будут двигаться сначала в одном направлении, а потом в противоположном, то вы сможете получить выигрыш от движения цен как в одном направлении, так и в другом.

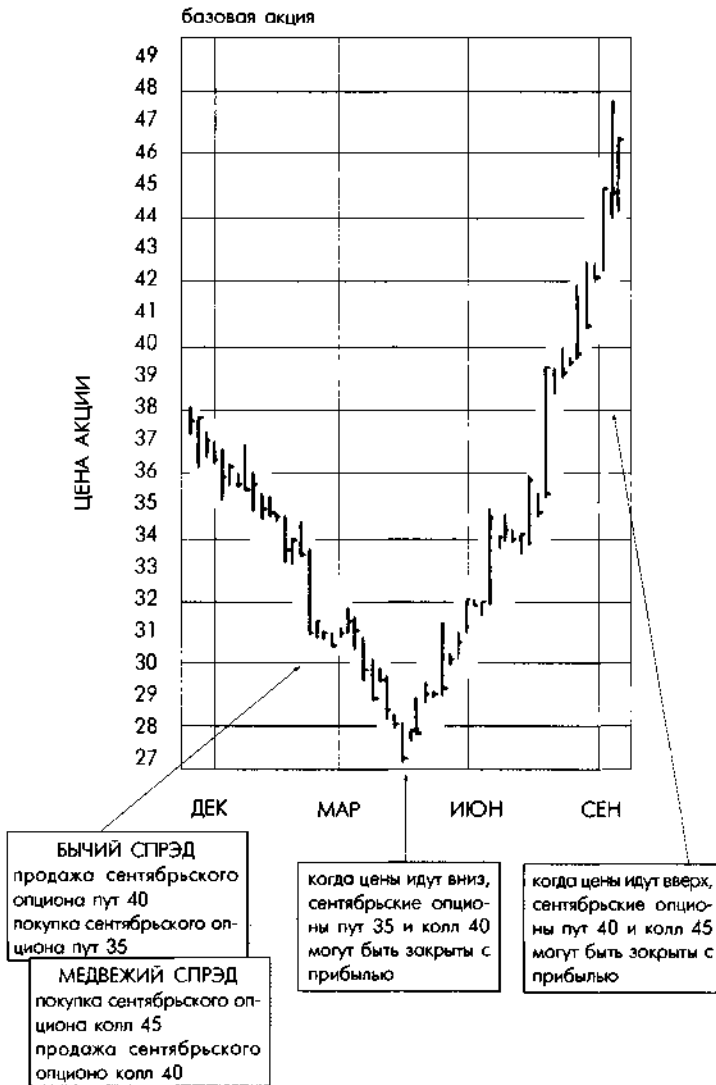


Рисунок 8.5. Пример бокс-спреда



Кредитный спрэд

Любой спрэд, в котором доходы от открытия короткой позиции превышают затраты на выплату премий при открытии длинных позиций.



Дебетный спрэд

Любой спрэд, в котором доходы от открытия короткой позиции меньше, чем затраты на выплату премий при открытии длинных позиций.



Календарный спрэд

Спрэд, связанный с одновременной покупкой или продажей опционов с различными датами истечения на одни и те же базовые акции.

На рис. 8.6 показаны зоны прибылей и убытков бокс-спреда. Чистая прибыль от данного бокс-спреда возникнет в следующих случаях:

Бычий спрэд: продан один сентябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 45 за 6 (+600 долларов) и куплен один сентябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 40 за 2 (-200 долларов).

Медвежий спрэд: продан один декабрьский опцион «пут» с ценой исполнения 35 за 1 (+100 долларов) и куплен один декабрьский опцион «пут» с ценой исполнения 40 за 4 (-400 долларов).

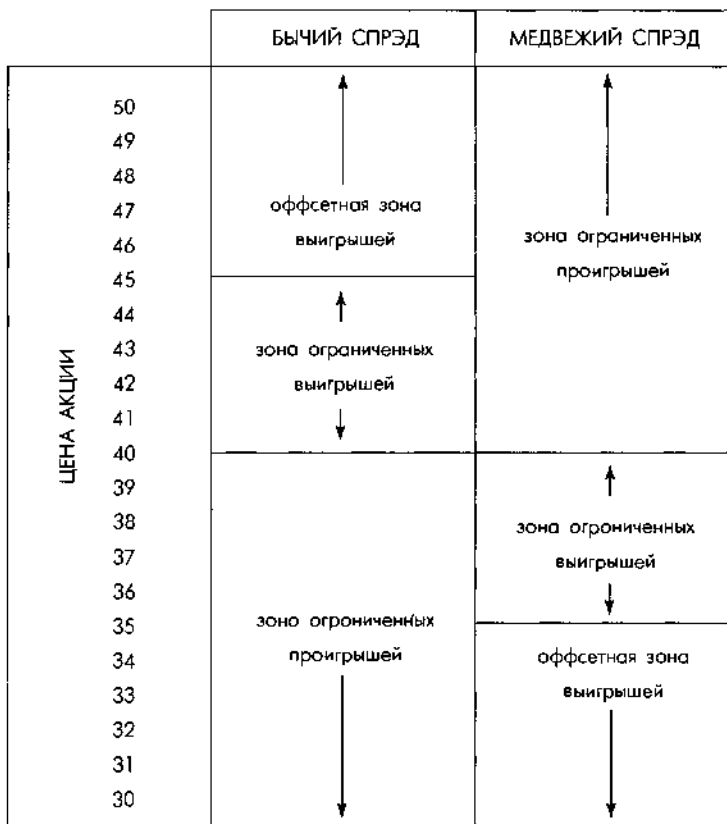


Рисунок 8.6. Зоны прибылей и убытков бокс-спреда

Если курс акций вырастает до некоторого уровня в диапазоне между 40 и 45 долларов, то бычий спрэд может быть закрыт с прибылью. Выше этого уровня разница между стоимостями премий опционов, составляющих бычий спрэд, будет изменяться в той же степени, что и стоимость акций, поскольку оба опциона окажутся «с выигрышем». Если курс акций упадет до уровня, находящегося в диапазоне от 35 до 40 долларов за акцию, то медвежий спрэд может быть закрыт с прибылью. Длинная позиция по декабрьскому опциону с ценой исполнения 40 «с выигрышем» будет увеличивать свою стоимость «пункт в пункт» с движением цены акций. Ниже уровня в 35 долларов за акцию разница между ценами исполнения опционов в 5 пунктов будет зафиксирована, ограничивая выигрыши и потери по обеим позициям.

Дебетный и кредитный спрэд

Одновременное открытие длинных и коротких позиций означает и получение, и выплату премий. Хотя желание получить больше денег, чем отдать, является вполне естественным, получается это не всегда. Иногда платить приходится больше, чем получать. Спрэд не дает возможности всегда создавать положительный денежный поток, он только позволяет увеличить возможность выигрыша, и одновременно ограничить возможные проигрыши.

Спрэд, в котором вы получаете больше денег, чем платите, называется кредитным спрэдом, а в противоположном случае — дебетным.

ГОРИЗОНТАЛЬНЫЙ И ДИАГОНАЛЬНЫЙ СПРЭД

В предыдущем разделе мы рассмотрели применение вертикального спрэда. Вертикальный спрэд использует опционы с одинаковыми датами истечения, но разными ценами исполнения контрактов. Существует еще один тип спрэда, который тоже связан с несколькими одновременными



Временной спрэд

Другое название календарного спрэда.



Горизонтальный спрэд

Календарный спрэд, в котором взаимно компенсируются длинные и короткие позиции имеют одни и те же цены исполнения, но различные даты истечения.



Диагональный спрэд

Календарный спрэд, в котором взаимно компенсируются длинные и короткие позиции имеют различные цены исполнения и даты истечения.

опционными сделками, но разными месяцами истечения опционных контрактов. Эта комбинация называется календарным (или временным) спредом. Календарные спреды, в свою очередь, делятся на два типа:

- Горизонтальный спред: используются опционы, которые имеют одинаковые цены исполнения, но различные сроки истечения.
- Диагональный спред: используются опционы, у которых различаются и цены исполнения, и даты истечения.

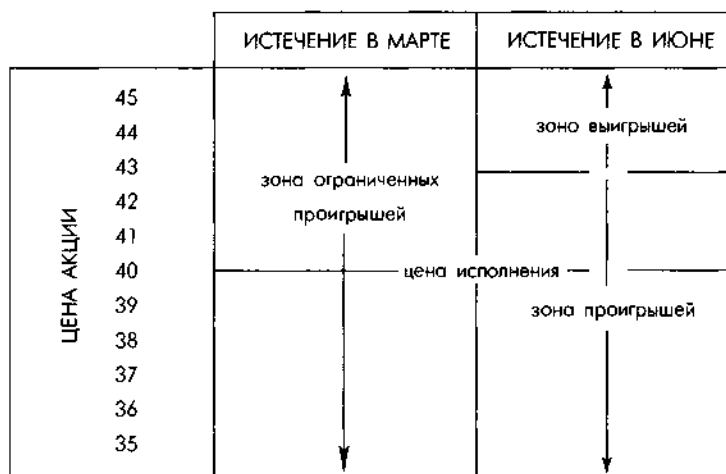


Рисунок 8.7. Зоны прибылей и убытков для горизонтального календарного спреда

Пример: Предположим, что вы совершили сделку, создав горизонтальный календарный спред. Вы продали один мартовский опцион «колл» с ценой исполнения 40, получив премию 2, и купили один июньский опцион «колл» с ценой исполнения 40, заплатив премию 5. Ваши затраты по этой сделке составят 300 долларов. Ваши контракты истекут в разные месяцы. Короткая позиция по более раннему опциону «колл» закрывается в результате истечения опцио-

на уже в марте, а длинная позиция по опциону «колл» сохранится до июня. Это означает, что ваши потери имеют двойное ограничение — и по деньгам, и по времени (рис. 8.7). Если к мартовской дате истечения первый опцион «колл» не будет исполнен и обесценится, то вы получите прибыль по этой позиции и вступит в силу вторая фаза. После ликвидации короткой позиции остается только длинная позиция. Если затем курс акций поднимется выше цены исполнения на 3 пункта или более, то длинная позиция может быть закрыта с прибылью.

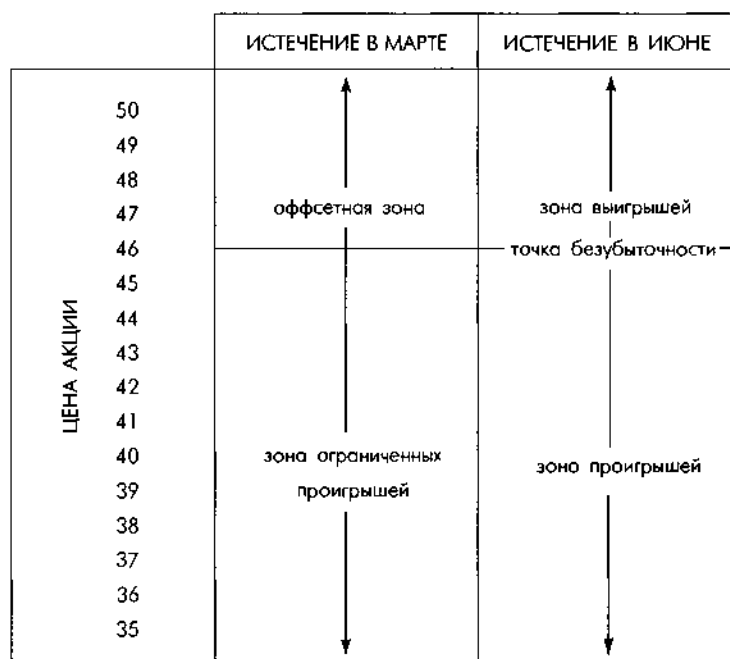


Рисунок 8.8. Зоны прибылей и убытков диагонального календарного спрэда

Пример: Предположим, что вы создали диагональный календарный спрэд. Вы продали один мартовский опцион «колл» с ценой исполнения 40, получив премию 2; кроме

этого вы купили один июньский опцион «колл» с ценой исполнения 45, заплатив за него 3. Ваши чистые затраты составили 100 долларов. Эта сделка связана с различными ценами исполнения и месяцами истечения контрактов. Если опцион с более ранним сроком истечения будет исполнен, то оставшийся купленный опцион «колл» может быть использован, чтобы осуществить поставку акций. Вы как владелец длинной позиции можете исполнить свой опцион в ответ на исполнение короткой позиции. До тех пор пока не произошло исполнение более раннего опциона «колл», ваши риски ограничены чистыми затратами по этим двум контрактам, которые составляют 100 долларов. После исполнения более раннего короткого опциона «колл» вашей точкой безубыточности оказывается более высокая цена исполнения и общие затраты на всю сделку. В этом примере цена исполнения составляет 45 долларов, а чистые затраты — 100 долларов, таким образом точка безубыточности равна 46 долларам (рис. 8.8). Как только рыночная стоимость базовых акций вырастет выше этого уровня, июньский опцион «колл» с ценой исполнения 45 может быть закрыт с прибылью.

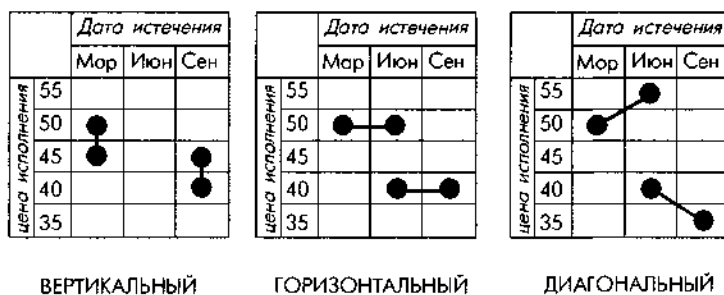


Рисунок 8.9. Сопоставление стратегий спреда

Названия «вертикальный», «горизонтальный» и «диагональный» спреды помогает различать их между собой и лучше представлять себе соотношения дат истечения и цен исполнения (рис. 8.9).

Горизонтальный спред является разумной стратегией, если в ценах премий двух опционов есть временные отклонения или свойства более позднего опциона позволяют застраховать риски по истекающей ранее короткой позиции.

Пример: Предположим, что вы создали горизонтальный спред, используя опционы «колл». Вы продали мартовский опцион «колл» с ценой исполнения 40, получив премию 4. Кроме этого, вы купили июньский опцион «колл» с ценой исполнения 40, заплатив премию 6. Ваши чистые затраты составили 200 долларов. Если рыночная стоимость базовых акций вырастет, то длинная позиция защитит вас от риска по короткой позиции. Этот риск теперь ограничен 2 пунктами затрат на открытие этой позиции. Если курс акций останется на уровне цены исполнения или будет ниже ее в период от сегодняшнего дня до даты истечения позиции по короткому опциону «колл», то контракт истечет и обесценится. Однако вы останетесь владельцем июньского опциона «колл» с ценой исполнения 40. Если рыночная стоимость базовых акций после этого вырастет выше цены исполнения опциона на 2 или более пункта и притом раньше, чем контракт истечет, то вы сможете закрыть эту позицию с прибылью.

Горизонтальный спред может помочь снизить уже существующий риск, в случае когда одна опционная позиция открыта. Например, если вы открыли короткую позицию по опциону, но акции стали двигаться в направлении, противоположном тому, которого вы ожидали, то вы можете ограничить риск, купив опцион и создав горизонтальный спред.

Пример: Предположим, что в прошлом месяце вы продали покрытый июньский опцион «колл» с ценой исполнения 45. Сегодня рыночная стоимость акций оказалась выше цены исполнения контракта. Вы не хотите закрывать позицию и нести убытки, а кроме того, хотели бы избежать исполнения этого контракта. Поэтому вы защитили свою позицию, купив сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 45 и создав горизонтальный спред. Если курс акций продолжит

расти, то опцион «колл», по которому у вас короткая позиция, будет исполнен. Но теперь вы владеете другим опционом «колл», с более поздним сроком истечения. Если будет исполнен опцион против вас, то вы можете исполнить купленный опцион. Вы также можете продать новый опцион «колл» с прибылью и позволить довести его до продажи 100 акций. Горизонтальный спрэд ограничивает возможные потери и создает новые возможности выигрыша.

Существует также диагональный спрэд, в котором сочетаются черты вертикального и горизонтального спрэдов. Длинная и короткая позиции открываются при разных ценах исполнения и датах истечения.

Пример: Предположим, что вы создали диагональный спрэд. Вы продали мартовский опцион «колл» с ценой исполнения 50 и получили премию 4; кроме того, вы купили июньский опцион «колл» с ценой исполнения 55 и заплатили 1. В итоге вы получили 300 долларов за вычетом брокерских комиссионных. Если рыночная стоимость акций упадет, то вы получите прибыль от снижения стоимости короткой позиции. Но если курс акций вырастет, то стоимость длинного опциона также будет расти. Максимальный риск по этим опционам составляет 5 пунктов. Однако поскольку вы уже получили 300 долларов, ваш фактический риск оказывается равным 2 пунктам. Если более ранний опцион «колл» истечет, обесценившись, то вы останетесь в длинной позиции по опциону «колл», который истекает позже. Возможно, вы выиграете от последующего роста цен на акции.

ИЗМЕНЕНИЕ ТИПА СПРЭДОВ

Вертикальные, горизонтальные и диагональные типы спрэдов могут использоваться для снижения рисков. Этому будут способствовать ваши наблюдения за динамикой цен, которые, в свою очередь, помогают распознавать их временные отклонения. Инвестиции в опционы позволяют выйти за рамки задачи по снижению рисков и использовать более сложные стратегии инвестирования.

Варьирование количества открытых позиций при создании спреда

Календарный пропорциональный спред подразумевает использование различного числа опционов в длинных и коротких позициях, а также покупку и продажу контрактов с различными датами истечения. Эта стратегия интересна, потому что она создает две различные зоны прибылей и убытков, расширяя возможности промежуточных выигрышей.

Пример: Предположим, что вы открыли календарный пропорциональный спред, продав четыре майских опциона «колл» с ценой исполнения 50 за 5 каждый и купив два августовских опциона «колл» с ценой исполнения 50 по 6 каждый. Чистый доход при совершении этой сделки составил 800 долларов (2000 долларов минус 1200 долларов) до выплат брокерских комиссионных. Вы надеетесь, что на временном промежутке между сегодняшним днем и майской датой истечения рыночная стоимость базовых акций будет оставаться ниже цены исполнения и это создаст прибыль по короткой позиции. Ваша точка безубыточности составляет 54 доллара за акцию.

Если к моменту истечения контракта цена акций окажется равной 54 долларам, то вы достигнете точки безубыточности благодаря соотношению: четыре коротких позиции по опционам «колл» к двум длинным позициям по опционам «колл». После исполнения останутся два непокрытых опциона «колл», которые будут стоить 800 долларов. Именно эту сумму вы получили, когда открывали позицию. Если цена акций будет выше, чем 54 доллара за акцию, то возникнут потери. Наконец, если майская дата истечения будет преодолена без исполнения, то четыре коротких позиции окажутся прибыльными, и вы по-прежнему будете владеть двумя августовскими контрактами с ценой исполнения 50.

Зоны прибылей и убытков для этого примера изображены на рис. 8.10. Ситуация была несколько упрощена, так как мы не рассматриваем следующие факторы:



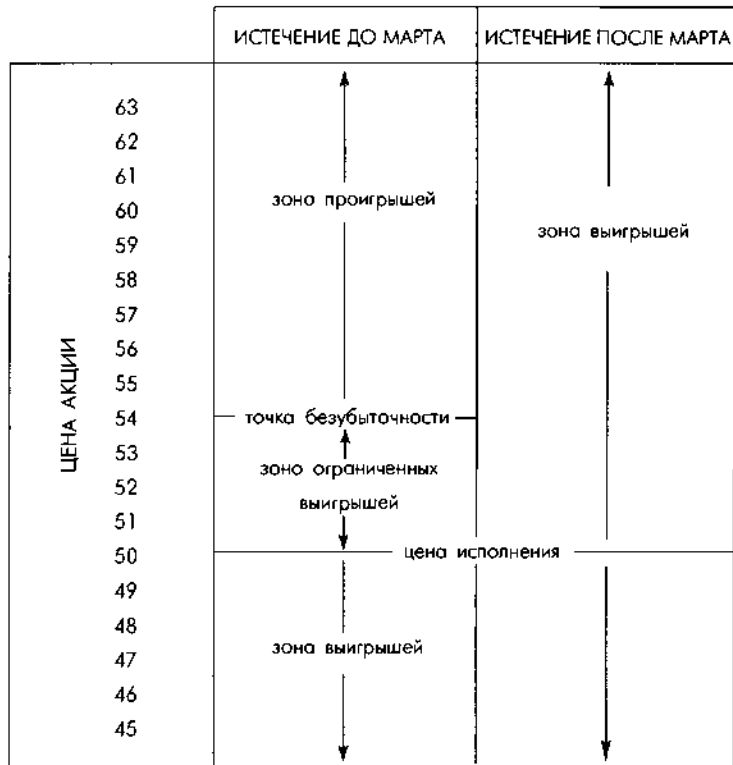
Календарный пропорциональный спред

Стратегия, при которой используется различное количество опционов, а даты истечения сроков контрактов для длинных и коротких позиций также различаются. При этой стратегии возникают две отдельные зоны прибылей и убытков, одна из которых затем исчезает из-за более раннего истечения позиций.

затраты на брокерские услуги;

временную стоимость премий опционов с более далекой датой истечения;

результат инвестиций в случае неожиданного раннего исполнения опциона.



Продожо 4 мойских опционов колл с ценой исполнения 50 за 5

Покупко 2 овгустовских опционов колл с ценой исполнения 50 за 6

Чистый доход — 800 долл.

Рисунок 8.10. Пример календарного пропорционального спреда

Полная стратегия календарного пропорционального спреда и его зоны прибылей и убытков показаны на рис. 8.11.

Пример: Предположим, что вы продали пять июньских опционов «колл» с ценой исполнения 40 за 5 каждый, получив 2500 долларов, и купили три сентябрьских опциона «колл» с ценой исполнения 40 за 7 каждый, потратив 2100 долларов. Чистый доход, который вы получили, составил 400 долларов. Календарный пропорциональный спред состоял из длинных и коротких позиций с двумя различными месяцами истечения контрактов. Риски по коротким позициям ограничены периодом времени до первой даты истечения контрактов, причем потери частично покрыты длинными опционами «колл» с более далекой датой истечения. Если рыночная стоимость акций не вырастет выше цены исполнения июньских контрактов (40 долларов), то короткие опционы «колл» истекнут и обесценятся. Однако какое-то время у вас будет два непокрытых опциона «колл».

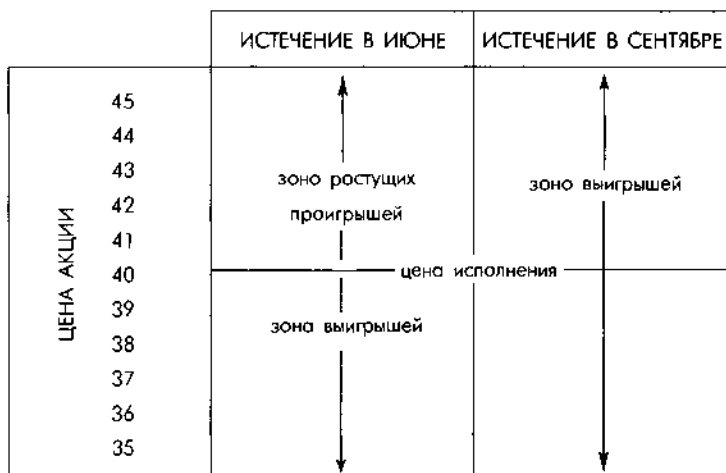


Рисунок 8.11. Зоны прибылей и убытков календарного пропорционального спреда

Как только июньская дата истечения будет преодолена, 400 полученных вами долларов станут прибылью, не-

зависимо от движения цен на акции после этого момента. Однако если рыночная стоимость акций затем вырастает выше цены исполнения длинных опционов «колл», то они окажутся «с выигрышем» и вы зарабатываете 3 пункта на каждый пункт роста акций (три опциона «колл»).

Табл. 8.2 показывает исходы этой стратегии для случаев различных цен на акции в момент истечения контрактов. Если курс акций останется на уровне 40 долларов за акцию или будет ниже, то календарный пропорциональный спред будет прибыльным. Однако прибыль будет ограничена и не превысит указанный уровень. В случае повышения цен на базовые акции убытки будут расти по 2 пункта на каждый пункт роста стоимости акций. Ограниченность прибыли и возрастание убытков отразит выбранное соотношение коротких и длинных опционных позиций в спреде.

Таблица 8.2. Выигрыш/проигрыш по календарному пропорциональному спреду

Цена	Июнь 40	Сентябрь 40	Всего
50 долл.	-5000 долл.	+3000 долл.	-2000 долл.
49	-4500	+2700	-1800
48	-4000	+2400	-1600
47	-3500	+2100	-1400
46	-3000	+1800	-1200
45	-2500	+1500	-1000
44	-2000	+1200	-800
43	-1500	+900	-600
42	-1000	+600	-400
41	-500	+300	-200
40	+2500	-2100	+400
39	+2500	-2100	+400
38	+2500	-2100	+400
Ниже	+2500	-2100	+400

Расширение пропорционального спреда

Календарный пропорциональный спред можно усложнить, создав календарный комбинированный пропорциональный спред. Для этого к календарному пропорциональному спреду добавляют бокс-спред.

Пример: Предположим, что вы открыли следующие опционные позиции (рис. 8.12):

- купили один июньский опцион «колл» с ценой исполнения 30 за 3 (заплатили 300 долларов);
- продали два мартовских опциона «колл» с ценой исполнения 30 за $1\frac{3}{4}$ (получили 350 долларов);
- купили один сентябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 25 за $\frac{3}{4}$ (заплатили 75 долларов);
- продали два июньских опциона «пут» с ценой исполнения 25 за $\frac{5}{8}$ (получили 125 долларов).

В результате этих сделок вы получили 100 долларов без учета брокерских комиссионных. Комбинация состоит из коротких и длинных позиций, открытых в отношении 2 к 1 (два коротких опциона на каждую длинную позицию). В случае неблагоприятных изменений цены акций в любом направлении вы рискуете частичным нарушением стратегии из-за исполнения опционов. Но идеальное изменение цены позволит вам закрывать части комбинации с прибылью до истечения сроков контрактов.

Эта стратегия окажется дорогостоящей, если вы создадите комбинацию, используя один или два опциона, так как брокеру нужно платить за каждую сделку. В большинстве таких случаев возможная прибыль не оправдывает риски. Однако мы ограничили наш пример спредами с одним и двумя опционами только в иллюстративных целях. В действительности подобные комбинации могут включать значительно большее число контрактов.

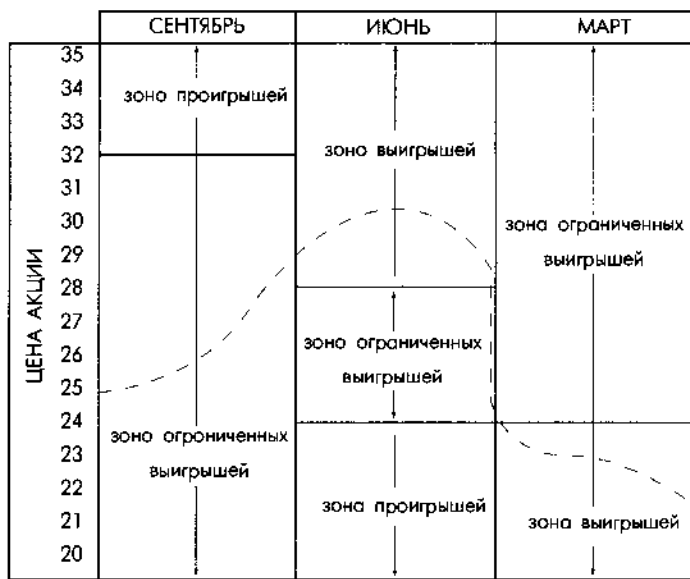
Риски, связанные с исполнением, понижаются благодаря тому, что вы владеете базовыми акциями, которые предоставляют полное или частичное покрытие коротких позиций по опционам «колл». Например, когда вы продае-



Комбинированный календарный пропорциональный спред

Стратегия, сочетающая различное количество контрактов в длинной и короткой позиции и бокс-спред. Длинные и короткие позиции открыты на одни и те же базовые акции. Количество контрактов может изменяться, а даты истечения охватывают два или более периода. Эта стратегия приносит прибыль и при повышении цен на базовые акции, и при их понижении.

те два опциона «колл», а покупаете один, то риск, связанный с повышением цен, исключен, если все позиции по опционам «колл» покрыты либо акциями, находящимися в вашей собственности, либо компенсирующими длинными позициями по опционам «колл».



----- идеальное изменение цены

купили один июньский опцион «колл» с ценой исполнения 30
за 3 (заплатили 300 дол.);

продали два мартовских опциона «колл» с ценой исполнения 30
за $1\frac{3}{4}$ (получили 350 дол.);

купили один сентябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 25
за $\frac{3}{4}$ (заплатили 75 дол.);

продали два июньских опциона «пут» с ценой исполнения 25
за $\frac{5}{8}$ (получили 125 дол.).

чистый доход 100 долл.

Рисунок 8.12. Пример календарной пропорциональной комбинации

Пример: Полный календарный комбинированный пропорциональный спред с определенными зонами прибыль-

ности и убыточности показан на рис. 8.13. В этом примере вы совершали следующие сделки:

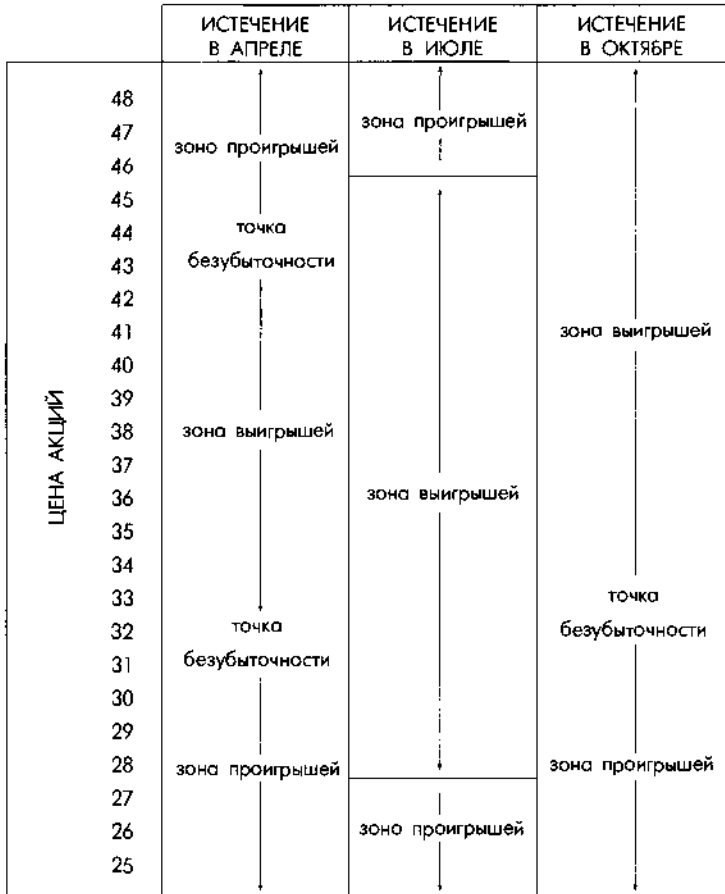


Рисунок 8.13. Зоны прибылей и убытков календарного комбинированного пропорционального спреда

купили один июльский опцион «колл» с ценой исполнения 40 за 6 (-600 долларов);

продали два апрельских опциона «колл» с ценой исполнения 40 за 3 (+600 долларов);

- купили один октябрьский опцион «пут» с ценой исполнения 35 за 1 (-100 долларов);
- продали два июльских опциона «пут» с ценой исполнения 35 за 2 (400 долларов).

Чистый доход составил 300 долларов.

Календарный комбинированный пропорциональный спрэд состоит из двух отдельных календарных пропорциональных спрэдов, вместе образующих бокс. Для выигрыша необходимо, чтобы рыночная стоимость акций двигалась в любом из направлений; возможные потери будут ограничены. Используемые контракты имеют три различные даты истечения. Риск, связанный с этой стратегией, состоит в том, что после истечения более ранних опционов, оставшиеся опционные позиции будут непокрытыми. Ситуацию можно изменить, увеличив вероятность извлечения прибыли по опционам с поздними сроками истечения, если построить комбинацию, в которой длинные позиции имеют более поздние сроки истечения контрактов, чем короткие. Табл. 8.3 показывает выигрыши и потери для календарного комбинированного пропорционального спрэда (см. также рис. 8.13) при различных курсах акций на дату истечения.



Спрэд «бабочка»

Стратегия, включающая открытие опционов в одном ценовом диапазоне с одновременными компенсирующими сделками в более высоких и более низких диапазонах.

Стратегии, использующие срединный диапазон

Существует прием, состоящий в открытии взаимно компенсирующих позиций по опционам в некотором диапазоне вблизи цены исполнения. Противоположные позиции открываются выше и ниже цены исполнения. Эта стратегия называется спрэд «бабочка». Она может включать длинные или короткие позиции как по опционам «колл», так и по опционам «пут». Существуют четыре вида спрэда «бабочка»:

Продажа двух опционов «колл» в среднем диапазоне и покупка двух опционов «колл», цена исполнения одного из которых выше этого уровня, а второго — ниже.

Таблица 8.3. Выигрыш/потери для календарного комбинированного пропорционального спреда

Цена (долл.)	Апрельский опцион «колл» 40 (долл.)	Июльский опцион «колл» 40 (долл.)	Июльский опцион «пут» 35 (долл.)	Октябрьский опцион «пут» 35 (долл.)	Всего (долл.)
47	+100	-800	0	+400	-300
46	0	-600	0	+400	-200
45	-100	-400	0	+400	-100
44	-200	-200	0	+400	0
43	-300	0	0	+400	+100
42	-400	+200	0	+400	+200
41	-500	+400	0	+400	+300
40	-600	+600	0	+400	+400
39	-600	+600	0	+400	+400
38	-600	+600	0	+400	+400
37	-600	+600	0	+400	+400
36	-600	+600	0	+400	+400
35	-600	+600	0	+400	+400
34	-600	+600	0	+200	+200
33	-600	+600	+100	0	+100
32	-600	+600	+200	-200	0
31	-600	+600	+300	-400	-100
30	-600	+600	+400	-600	-200
29	-600	+600	+500	-800	-300
28	-600	+600	+500	-1000	-500
27	-600	+600	+500	-1200	-700
26	-600	+600	+500	-1400	-900

Продажа двух опционов «пут» в среднем диапазоне и покупка двух опционов «пут», цена исполнения одного из которых выше этого уровня, а второго — ниже.

Покупка двух опционов «колл» в среднем диапазоне и продажа двух опционов «колл», цена исполнения одного из которых выше этого уровня, а второго — ниже.

Покупка двух опционов «пут» в среднем диапазоне и продажа двух опционов «пут», цена исполнения одного из которых выше этого уровня, а второго — ниже.

Пример: Предположим, что вы продали два сентябрьских опциона «колл» с ценой исполнения 50 за 5 каждый, получив общую премию в 1000 долларов. Кроме того, вы купили один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 55 за 1 и один сентябрьский опцион «колл» с ценой исполнения 45 за 7, заплатив в общей сложности 800 долларов. Ваш чистый доход составил 200 долларов. Это означает, что спрэд был кредитным, так как вы получили больше, чем заплатили. Вы получите выигрыш, если базовые акции снизят свою стоимость. Независимо от того, насколько вырастет цена акций, стоимость комбинированной длинной позиции всегда будет превышать стоимость двух коротких позиций.

Спрэд «бабочка» часто создается путем расширения позиции через добавление опционов «колл» или «пут». Однако, независимо от степени расширения позиции, найти возможность для того, чтобы создать безрисковую комбинацию, особенно такую, которая была бы кредитной, очень сложно.

Пример: Предположим, что в прошлом месяце вы продали два опциона «колл» с ценой исполнения 40. Рыночная стоимость базовых акций упала до такого уровня, что опционы «колл» с ценой исполнения 35 оказались привлекательными для покупки, и вы купили один контракт, чтобы частично компенсировать риск короткой позиции по опционам «колл». Одновременно вы купили опцион «колл» с ценой исполнения 45, и этот опцион имеет большой проигрыш. Таким образом, вы создали спрэд «бабочка».

Спрэд «бабочка» редко приносит прибыль из-за необходимостью выплачивать брокерской конторе комиссионные за сделки. Возможность получения дохода следует оценивать с учетом ограниченности уровня возможной прибыли, комиссионных затрат и степени риска.

Спрэд «бабочка» может быть создан с использованием опционов и «колл», и «пут». Кроме того, он может быть медвежьим и бычьим. Бычий спрэд «бабочка» будет прибыльным, если рыночная стоимость базовых акций возрастет, а для медвежьего спреда «бабочка» верно ровно противоположное.

Спрэд «бабочка» и его зоны прибылей и убытков показаны на рис. 8.14. Спрэд предполагает совершение следующих сделок:

продажа двух июньских опционов «колл» с ценой исполнения 40 за 6 каждый (+ 1200 долларов);

покупка одного июньского опциона «колл» с ценой исполнения 30 за 12 (-1200 долларов);

покупка одного июньского опциона «колл» с ценой исполнения 50 за 3 (-300 долларов).

Общие затраты составят 300 долларов. Спрэд может принести как небольшую прибыль, так и некоторые потери. В нем позиция с выбранной ценой исполнения компенсируется позициями с более высокой и более низкой ценой исполнения. Часто при использовании спредов «бабочка» диапазон возможной прибыли ограничен и оказывается слишком малым, чтобы остаться в выигрыше после уплаты комиссионных. Поэтому если данная стратегия использует небольшое число опционных контрактов, то это обычно оказывается неоправданным шагом. В рассмотренном примере диапазоны прибылей и убытков определяются тремя различными ценами исполнения.

Табл. 8.4 показывает выигрыши и убытки при различных ценах на базовые акции (в момент истечения контрактов и при отсутствии временной стоимости). Если рыночная стоимость акций вырастет до 50 долларов или выше, то потери по коротким позициям будут компенсироваться тем же количеством длинных позиций. Если рыночная сто-

Таблица 8.4. Выигрыши и убытки
для спреда «бабочка»

Цена	Июнь 50	Июнь 40	Июнь 30	Всего
51	+900	-1000	+100	0
50	+800	-800	0	0
49	+700	-600	-300	-200
48	+600	-400	-300	-100
47	+500	-200	-300	0
46	+400	0	-300	+100
45	+300	+200	-300	+200
44	+200	+400	-300	+300
43	+100	+600	-300	+400
42	0	+800	-300	+500
41	-100	+1000	-300	+600
40	-200	+1200	-300	+700
39	-300	+1200	-300	+600
38	-400	+1200	-300	+500
37	-500	+1200	-300	+400
36	-600	+1200	-300	+300
35	-700	+1200	-300	+200
34	-800	+1200	-300	+100
33	-900	+1200	-300	0
32	-1000	+1200	-300	-100
31	-1100	+1200	-300	-200
30	-1200	+1200	-300	-300
29	-1200	+1200	-300	-300
Ниже	-1200	+1200	-300	-300

имость акций снизится, то максимальные потери составят 300 долларов, потраченных при открытии спреда «бабочка».

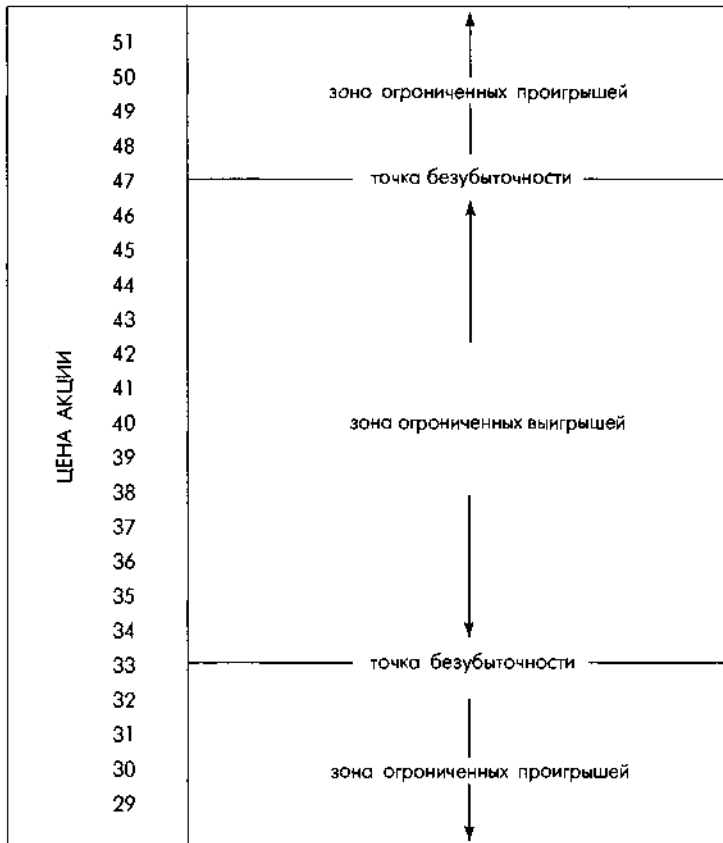


Рисунок 8.14. Зоны прибылей и убытков для спреда «бабочка»

ХЕДЖ (ХЕДЖИРОВАНИЕ)

Хедж (хеджирование) — это любое открытие позиций, направленное на страховку других, уже имеющихся открытых позиций. Хедж может быть как самостоятельной комбинацией, так и частью другой стратегии.



Длинный хедж

Покупка опциона в качестве страховки, защищающая открытые позиции от убытков в случае повышения цен. Стратегия применяется инвесторами, совершившими короткую продажу акций, для страховки от роста рыночной стоимости акций.



Короткий хедж

Покупка опциона в качестве страховки, защищающая открытые позиции от убытков в случае понижения цен. Стратегия применяется инвесторами для страховки длинных позиций против падения рыночной стоимости акций.

Классификация хеджей

Существуют длинный и короткий хеджи. Длинный хедж защищает от повышения цен, а короткий — от их падения.

Пример длинного хеджа: Предположим, что вы заняли короткую позицию, продав 100 акций. Вы подвергаетесь риску убытков, если цены акций вырастут, поэтому вы купили опцион «колл». В случае повышения цен на акции опцион «колл» также будет дорожать, защищая вас от потерь.

Пример короткого хеджа: Предположим, что у вас есть 100 акций. Узнав о связанных с ними неприятных новостях, вы анализируете возможность снижения их рыночной стоимости. Чтобы защитить себя от этого, вы можете либо купить опцион «пут», либо продать опцион «колл». Обе эти позиции хеджируют 100 ваших акций. Опцион «пут» создает страховку неограниченного размера, а «колл» хеджирует лишь то количество пунктов цены, которое равно премии, полученной за продажу опциона.

Длинные хеджи защищают инвесторов, покрывая их короткие позиции в случае роста цен; первоначальная и хеджированная позиции компенсируют одна другую, таким образом, неожиданные изменения цен происходят согласованно по обоим позициям. Короткие хеджи противоположны длинным; они защищают инвесторов от падения цен.

Детализированный пример длинного хеджа с определенными зонами прибылей и убытков показан на рис. 8.15. В этом примере вы совершили короткую продажу 100 акций по 43 доллара за каждую и купили один майский опцион «колл» с ценой исполнения 40 за 2. Стратегия длинного хеджирования предполагает, что рыночная стоимость базовых акций снизилась с момента открытия позиции до уровня, когда комбинация временной и внутренней стоимости опциона «колл» оказалась равной премии 2. Исходя из этого вы готовы, не закрывая позицию, снижать общую прибыльность, чтобы избежать риска будущих убытков. Риск будет устранен только на период до истечения опциона «колл», а короткая позиция по акциям может оставаться открытой и после этой даты.

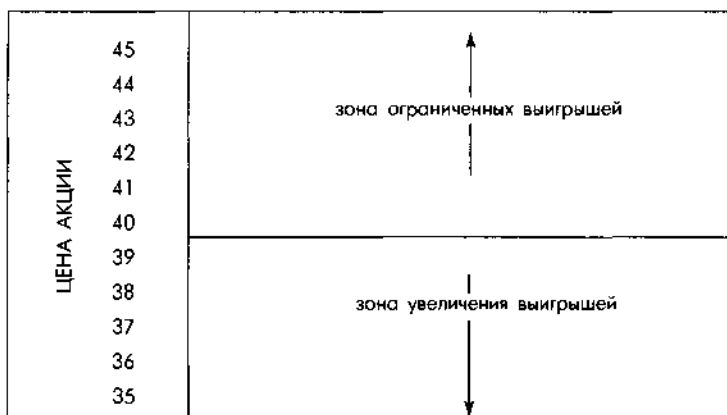


Рисунок 8.15. Зоны прибыли и убытков длинного хеджа

Таблица 8.5. Выигрыши и потери для длинного хеджа

Цена (долл.)	Акции (долл.)	Опцион «колл» (долл.)	Всего (долл.)
45	-200	+300	+100
44	-100	+200	+100
43	0	+100	+100
42	+100	0	+100
41	+200	-100	+100
40	+300	-200	+100
39	+400	-200	+200
38	+500	-200	+300
37	+600	-200	+400
36	+700	-200	+500
35	+800	-200	+600

Если рыночная стоимость базовых акций возрастет, то возможность выигрыша будет ограничена разницей цен между акциями и опционом «колл». Выигрыш не выйдет за пределы диапазона этой разницы вплоть до момента истечения опциона. Повышение стоимости короткой позиции по акциям будет компенсироваться возрастанием стоимости опционной премии. Если стоимость акций упадет, то короткая позиция по акциям создаст прибыль, из которой надо будет вычесть 2 пункта, заплаченных за хедж, создаваемый опционом «колл».

Табл. 8.5 иллюстрирует суммарную цену хеджированной позиции при различных уровнях цен на базовые акции.



Обратный хедж

Расширение длинного или короткого хеджа, при котором открывается большее количество опционов, чем требуется для того, чтобы покрыть позиции по акциям. Это повышает потенциальную прибыль по опционным позициям в случае неблагоприятного движения рыночной стоимости базовых акций.

О других целях хеджирования

Хеджи могут быть модифицированы так, что они будут служить увеличению возможных выигрышей или минимизации рисков убытков.

Существует обратный хедж, который создает большую защиту, чем хедж, просто покрывающий позицию. Например, если у вас открыта короткая позиция по 100 акциям, то вам нужен только один опцион «колл», чтобы хеджировать эту позицию. Но при обратном хедже вы можете купить более одного опциона «колл», что предоставит вам и защиту позиции, и новую возможность получения доходов. Эта возможность связана с тем, что рост премии будет обгонять неблагоприятные изменения стоимости акций (2 пункта доходов на каждый пункт изменения цены акций в случае двух опционов «колл»; если опционов три, то соотношение будет 3 к 1 и т.д.).

Пример обратного хеджа и его зоны прибылей и убытков показан на рис. 8.16. В этом примере вы совершили короткую продажу 100 акций, которые на сегодняшний день стоят 43 доллара каждая и купили два майских опциона «колл» с ценой исполнения 40 по 2, что обошлось вам в 400 долларов. Стратегия обратного хеджа помогла решить проблему, с которой вы столкнулись, когда использовали длинный хедж. Обратный хедж будет приносить прибыль, если стоимость акций будет повышаться или падать на до-

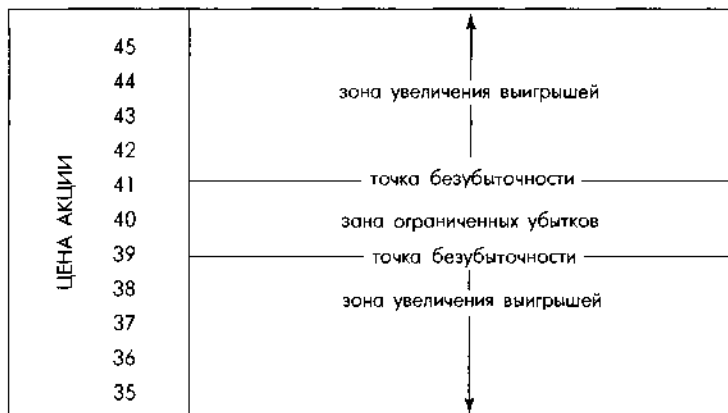


Рисунок 8.16. Зоны прибылей и убытков обратного хеджа

Таблица 8.6. Выигрыши и потери для обратного хеджа

Цена (долл.)	Акции (долл.)	Опцион «колл» (долл.)	Всего (долл.)
45	-200	+600	+400
44	-100	+400	+300
43	0	+200	+200
42	+100	0	+100
41	+200	-200	0
40	+300	-400	-100
39	+400	-400	0
38	+500	-400	+100
37	+600	-400	+200
36	+700	-400	+300
35	+800	-400	+400

статочное количество пунктов, чтобы компенсировать затраты на покупку опционов «колл». В этом примере была открыта короткая позиция по 100 акциям по цене 43 доллара за акцию, а также куплены два майских опциона «колл» с ценой исполнения 40. (Как и в предыдущем примере, мы предполагаем, что цена акций упала с того момента, как была совершена короткая продажа, и по этой позиции образовалась достаточная прибыль, оправдывающая затраты на хедж.)

Обратный хедж создал двойное преимущество: во-первых, он защитил короткую позицию от роста цен на акции; во-вторых, добавление второго опциона «колл» улучшило возможность получения прибыли. Если рыночная стоимость акций упадет, то прибыль по акциям будет возрастать. Если же курс акций растет, то по опционам «колл» будет зафиксирована прибыль в отношении 2 к 1.

Табл. 8.6 показывает стоимость позиций при истечении опционов при разных ценах на базовые акции.

Хеджирование опционных позиций

Хеджирование может защищать длинные или короткие позиции по базовым акциям, а также снижать или полностью исключать риск по другим опционным позициям. Для хеджирования используют различные виды спредов и комбинаций, описанных ранее в этой главе. Изменяя количество опционов по короткой или длинной позиции, вы можете создавать переменный хедж, включающий как короткие, так и длинные позиции. По одной из позиций опционов будет больше, чем по другой.

Пример: Предположим, что вы купили три майских опциона «колл» с ценой исполнения 40 и продали один майский опцион «колл» с ценой исполнения 55. Подобный переменный хедж создает возможность получения прибыли, исключая риск, связанный с продажей непокрытых опционов «колл». Если рыночная стоимость базовых акций вырастает выше уровня в 60 долларов за акцию, то ваши длинные позиции, включающие три контракта, будут дорожать на три доллара в ответ на каждое снижение



Переменный хедж

Хедж, включающий длинные и короткие позиции по связанным опционам, когда число контрактов в короткой и длинной позициях различно. Применяется для снижения рисков или повышения потенциальной прибыли.

цены короткой позиции на один доллар. Если рыночная стоимость акций упадет, то короткая позиция может быть закрыта с прибылью.

На рис. 8.17 изображены стратегии длинного и короткого переменного хеджа и зоны прибылей и убытков. Для организации длинного переменного хеджа вы купили три июньских опциона «колл» с ценой исполнения 65 за 1, потратив на это 300 долларов; и продали один июньский опцион «колл» с ценой исполнения 60 за 5; чистые доходы от этих операций составили 200 долларов. Стратегия длинного переменного хеджа будет прибыльна, когда рыночная стоимость базовых акций растет. При ценах акций свыше 65 долларов (составляющих цену исполнения) длинные опционы «колл» будут дорожать на три доллара в ответ на каждый пункт роста курса базовых акций. Если рыночная стоимость базовых акций упадет, то все опционы «колл» начнут терять стоимость и чистый доход в 200 долларов окажется вашей прибылью. Табл. 8.7 показывает цены позиций на момент истечения контрактов при различных уровнях цен на акции. Следует заметить, что короткая позиция истечет позже, чем длинные позиции; и обычно это единственный способ создать кредитный переменный хедж. Но это означает, что вам необходимы изменения цен, создающие достаточную прибыль, еще до момента истечения длинной позиции, иначе нужно приготовиться к закрытию короткой позиции после истечения длинных.

В примере короткого переменного хеджа, показанного на рис. 8.17, вы продали пять июньских опционов «колл» с ценой исполнения 60 за 5 каждый, получив 2500 долларов; кроме этого вы купили три июньских опциона «колл» с ценой исполнения 65 за 1 каждый, заплатив 300 долларов; чистый доход составил 2200 долларов. Данный пример короткого переменного хеджа иллюстрирует более агрессивную стратегию, чем предыдущий пример, так как уровень дохода и риска в нем выше. Когда компенсирующие позиции по опционам «колл» ликвидируются, два опциона «колл» оказываются непокрытыми. Снижение рыночной стоимости базовых акций ведет к прибыли; и если цены останутся ниже цены исполнения вплоть до истечения, то прибылью станут все 2200 долларов. Однако рост цен будет означать постоянно возрастающий уровень убытков. Если цены преодо-

леют рубеж цены исполнения опциона, то потери составляют два пункта на каждый пункт изменения цен акций. Исходы короткого хеджа при различных уровнях цен на акции на момент истечения показаны в табл. 8.8.

		ДЛИННЫЙ	КОРОТКИЙ
ЦЕНА АКЦИИ	70	↑ зона растущих проигрышей	↑ зона растущих проигрышей
	69		
	68		
	67	↓ зона растущих выигрышей	
	66		
	65		
	64	↑ зона ограниченных проигрышей	↓ зона растущих выигрышей
	63		
	62	точка безубыточности	
	61	↓ зона ограниченных выигрышей	
	60		
59			
58			

Рисунок 8.17. Зоны прибылей и убытков переменного хеджа



Продажа с коэффициентом

Стратегия, при которой короткая либо длинная позиция частично покрывают друг друга. В результате снижается общий уровень риска.

Стратегии частичного покрытия

Существует еще одна форма хеджирования, которая позволяет уменьшить убытки за счет частичного покрытия. Эта стратегия называется «продажа с коэффициентом». Если инвестор продает один опцион «колл» для каждых 100 акций, которыми он владеет, то стратегия предоставляет полное покрытие — один к одному. Коэффициент продажи зависит от разницы в числе длинных и коротких позиций (табл. 8.9).

Пример: Предположим, что у вас есть 75 акций и вы продали опцион «колл». Поскольку часть (пусть даже меньшая

Таблица 8.7. Выигрыши и потери для длинного переменного хеджа

<i>Цена (долл.)</i>	<i>Акции (долл.)</i>	<i>Опцион «колл» (долл.)</i>	<i>Всего (долл.)</i>
70	+1200	-500	+700
69	+900	-400	+500
68	+600	-300	+300
67	+300	-200	+100
66	0	-100	-100
65	-300	0	-300
64	-300	+100	-200
63	-300	+200	-100
62	-300	+300	0
61	-300	+400	+100
60	-300	+500	+200
59	-300	+500	+200
58	-300	+500	+200

часть) ваших позиций непокрыта, то фактически у вас есть две отдельные позиции: 75 акций и один непокрытый опцион «колл». Однако если опцион «колл» исполнится, то ваши 75 акций могут быть проданы, чтобы удовлетворить три четверти требований. С практической точки зрения, ваша короткая позиция покрыта на 75%. Коэффициент продажи 1 к $\frac{3}{4}$.

Пример: Предположим, что у вас есть 300 акций, а некоторое время назад вы продали четыре опциона «колл». Позицию можно рассматривать как наличие трех покрытых опционов «колл» и одного непокрытого опциона

Таблица 8.8. Выигрыши и потери для короткого переменного хеджа

Цена (долл.)	Акции (долл.)	Опцион «колл» (долл.)	Всего (долл.)
70	-2500	+500	-2000
69	-2000	+400	-1600
68	-1500	+300	-1200
67	-1000	+200	-800
66	-500	0	-500
65	0	-300	-300
64	+500	-300	-200
63	+1000	-300	+700
62	+1500	-300	+1200
61	+2000	-300	+1700
60	+2500	-300	+2200
59	+2500	-300	+2200
58	+2500	-300	+2200

Таблица 8.9. Коэффициент продажи

Проданные опционы «колл»	Собственные акции	Процент покрытия (%)	Коэффициент
1	75	75	1 к $\frac{3}{4}$
2	150	75	2 к $1\frac{1}{2}$
3	200	67	3 к 2
4	300	75	4 к 3
5	300	60	5 к 3
5	400	80	5 к 4

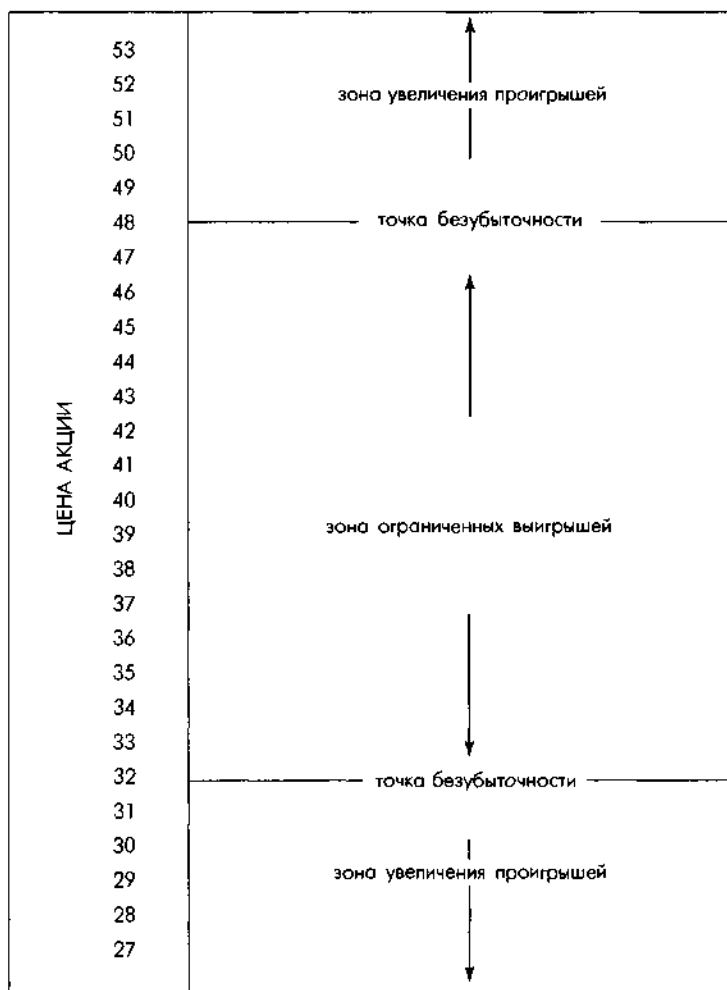


Рисунок 8.18. Зоны прибыльности и убыточности при продаже с коэффициентом

«колла» на те же базовые акции. Эту же позицию можно рассматривать как продажу с коэффициентом 4 к 3.

Пример продажи с коэффициентом и ее зоны прибылей и убытков показаны на рис 8.18. В этом примере вы купили 50 акций по 38 долларов за каждую и продали один сентябрьский опцион «колла» с ценой исполнения 40 за 3.

Таблица 8.10. Выигрыши и потери для примера продажи с коэффициентом

<i>Цена (долл.)</i>	<i>Акции (долл.)</i>	<i>Сентябрьский опцион «колл» 40 (долл.)</i>	<i>Всего (долл.)</i>
50	+600	-700	-100
49	+550	-600	-50
48	+500	-500	0
47	+450	-400	+50
46	+400	-300	+100
45	+350	-200	+150
44	+300	-100	+200
43	+250	0	+250
42	+200	+100	+300
41	+150	+200	+400
40	+100	+300	+450
39	+50	+300	+350
38	0	+300	+300
37	-50	+300	+250
36	-100	+300	+200
35	-150	+300	+150
34	-200	+300	+100
33	-250	+300	+50
32	-300	+300	0
31	-350	+300	-50
30	-400	+300	-100

В результате возник один частично покрытый опцион «колла». Половина риска по короткой позиции компенсируется длинной позицией по 50 акциям; а другая половина риска остается непокрытой. Если стоимость базовых акций повысится, то степень риска сократится, так как вы владеете 50 акциями, которые могут быть использованы в случае исполнения опциона. Однако если рыночная стоимость акций достаточно упадет, то потери по акциям скомпенсируют премию, полученную за продажу опциона «колла». Итоги этой стратегии на момент истечения представлены для различных ценовых уровней (табл. 8.10).

СТРЭДЛ

Если для создания спрэдов производят одновременную покупку и продажу опционов с различными условиями, то стрэдл — это одновременная продажа и покупка опционов с одинаковыми ценами исполнения и датами истечения контрактов.

Средняя зона убытков

Так называемый длинный стрэдл строится с помощью покупки опционов «колла» и «пут». Поскольку при создании длинной позиции возникают затраты, то в некотором диапазоне выше и ниже цены исполнения образуется зона убытков.

Пример: Предположим, что вы создаете длинный стрэдл. Вы купили один февральский опцион «колла» с ценой исполнения 40 и заплатили за него премию 2. Кроме этого, вы купили один февральский опцион «пут» с ценой исполнения 40 и заплатили за него 1. Общие затраты составили 300 долларов. Если рыночная стоимость базовых акций останется в диапазоне 3 пунктов от цены исполнения (выше или ниже ее), то стрэдл не принесет прибыли. 3 пункта внутренней стоимости любого из этих опционов в точности компенсируют ваши затраты, а если рыночная сто-



Длинный стрэдл

Покупка одинакового количества опционов «колла» и «пут» с одинаковыми датами истечения и ценами исполнения. Стратегия приносит прибыль в случае значительного движения цен на базовые акции в любом направлении, которого достаточно для того, чтобы перекрыть затраты на открытие позиций.

имость будет более чем на 3 пункта выше или ниже цены исполнения, то длинный стрэдл принесет прибыль. В рассмотренном примере не учтены выплаты брокеру.

Пример длинного стрэдла и его зоны прибылей и убытков показаны на рис. 8.19. Согласно этому примеру, вы купили один июльский опцион «колл» с ценой исполнения 40 за 3 и один июльский опцион «пут» с ценой исполнения 40 за 1; чистые затраты составили 400 долларов. Стратегия длинного стрэдла предполагает длинные позиции по опционам «пут» и «колл» на одни и те же базовые акции, причем контракты имеют одну и ту же цену исполнения и одинаковые даты истечения. Стратегия станет прибыльной, если цена на базовые акции изменится на большее количество пунктов, чем то, которое было затрачено на открытие позиции (в этом примере — 4 пункта). Цена акций может изменяться в любом направлении. Табл. 8.11 показывает результаты реализации стратегии при различных ценах акций на момент истечения контрактов.

Поскольку обе позиции стрэдла длинные, вы можете продать одну из них с прибылью и держать другую в надежде на противоположное движение цен. Например, если рыночная стоимость акций вырастет на 2 пункта, то опцион «колл» может быть закрыт с прибылью; а если затем рыночная стоимость акций упадет на 3 пункта ниже цены исполнения, то и опцион «пут» может быть продан с прибылью. Однако наиболее важной величиной являются итоги реализации всей стратегии. Чтобы возникла прибыль, суммарное изменение цены должно превысить затраты. Времени, в течение которого существуют позиции, может оказаться недостаточно для желаемого движения цен в обоих направлениях; длинные стратегии построены так, что они оказываются прибыльными при движении цен в любом направлении, но вы не можете полагаться на то, что сможете извлечь прибыль из движения цен в обоих направлениях.

Средняя зона прибыли

В предыдущем примере были открыты две длинные позиции, что создало зону убытков вокруг цены исполнения

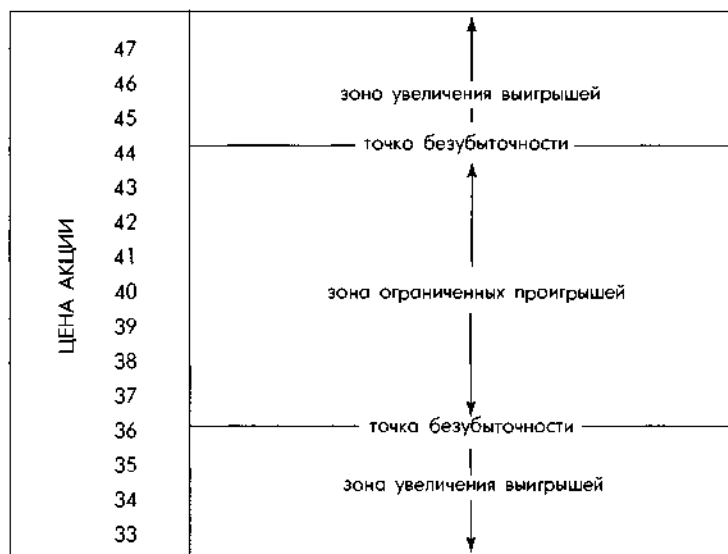


Рисунок 8.19. Зоны прибылей и убытков длинного стрэддла

контрактов. Аналогичную идею можно применить и для коротких позиций. Вы можете создать ограниченную зону прибылей, открыв короткий стрэддл. Это связано с продажей одного и того же количества опционов «колл» и «пут» на одни и те же базовые акции, причем контракты должны иметь одинаковые цены исполнения и даты истечения. Таким образом, создается срединный диапазон прибыльности с каждой стороны от цены исполнения. За пределами этого диапазона будут возникать убытки. Короткий стрэддл позволяет получить прибыль, если цена акций не изменяется слишком сильно. Он также помогает в максимальной степени извлечь выгоду из временной стоимости опциона. Поскольку временная стоимость опциона постепенно исчезает, то короткий стрэддл будет прибыльным до тех пор, пока рыночная стоимость базовых акций не изменится на достаточно большое количество пунктов в одном из направлений.

Пример: Предположим, что вы решили создать короткий стрэддл. Для этого вы продали один мартовский опци-



Короткий стрэддл

Продажа одинакового количества опционов «колл» и «пут» с одинаковыми датами истечения и ценами исполнения. Стратегия приносит прибыль в случае движения цен на базовые акции в ограниченном диапазоне.

Таблица 8.11. Выигрыши и потери для длинного стрэдла

Цена (долл.)	Июльский опцион «колл» 40 (долл.)	Июльский опцион «пут» 40 (долл.)	Всего (долл.)
47	+400	-100	+300
46	+300	-100	+200
45	+200	-100	+100
44	+100	-100	0
43	0	-100	-100
42	-100	-100	-200
41	-200	-100	-300
40	-300	-100	-400
39	-300	0	-300
38	-300	+100	-200
37	-300	+200	-100
36	-300	+300	0
35	-300	+400	+100
34	-300	+500	+200
33	-300	+600	+300

он «колл» с ценой исполнения 50 за 2 и один мартовский опцион «пут» с ценой исполнения 50 за 1; чистый доход составил 300 долларов. До тех пор пока рыночная стоимость базовых акций не отклонится более чем на 3 пункта от цены исполнения в любую сторону, внутренняя стоимость, имеющаяся в одном опционе, будет компенсироваться другим опционом. Но если текущая рыночная стоимость акций отклонится от цены исполнения в любом из направлений более чем на 3 пункта, то короткий стрэдл приведет к убыткам.

В данном примере не учитывались комиссионные брокера, которые сделают еще меньшим диапазон колебаний цен на акции, позволяющий получить прибыль. В случае исполнения контракта комиссионные брокера окажутся еще выше. Исполнение в данном случае более вероятно, чем при обычной короткой позиции, поскольку либо один, либо другой опцион будет, вероятно, «с выигрышем» к моменту истечения срока контрактов. Эта стратегия хорошо работает, если рыночная стоимость базовых акций остается внутри диапазона достаточно долго, чтобы вы смогли закрыть обе позиции тогда, когда опционы потеряют большую часть временной стоимости. Стремиться к весьма ограниченной прибыли можно, однако при этом следует оценить, оправдывает ли она этот риск открытием двух коротких позиций.

Пример короткого стрэддла с определенными зонами прибыльности и убыточности показан на рис. 8.20. В этом примере вы продали один июльский опцион «колл» с ценой исполнения 40 за 3 и один июльский опцион «пут» с ценой исполнения 40 за 1; чистый доход составил 400 долларов, что создало зону прибылей в 4 пункта с каждой стороны от цены исполнения. Короткая стратегия, которую иллюстрирует данный пример, в точности противоположна длинному стрэддлу. Общая позиция состоит из двух коротких позиций — одного опциона «колл» и одного опциона «пут», выписанных на одинаковые базовые акции с идентичными ценами исполнения и датами истечения. Срединный диапазон стал зоной прибылей. До тех пор пока рыночная стоимость базовых акций будет оставаться внутри этой зоны, стратегия будет прибыльной. В данном примере зона прибыльности распространяется на 4 пункта выше и ниже цены исполнения.

Если рыночная стоимость базовых акций не равна цене исполнения на момент истечения контрактов, то риск исполнения либо одного, либо другого контракта вполне реален. Табл. 8.12 показывает результаты использования короткого стрэддла при различных ценах на акции к моменту истечения опциона.

Действительные прибыли и убытки должны определяться с учетом брокерских комиссионных. Эти комиссионные будут выплачены за открытие и закрытие каждой

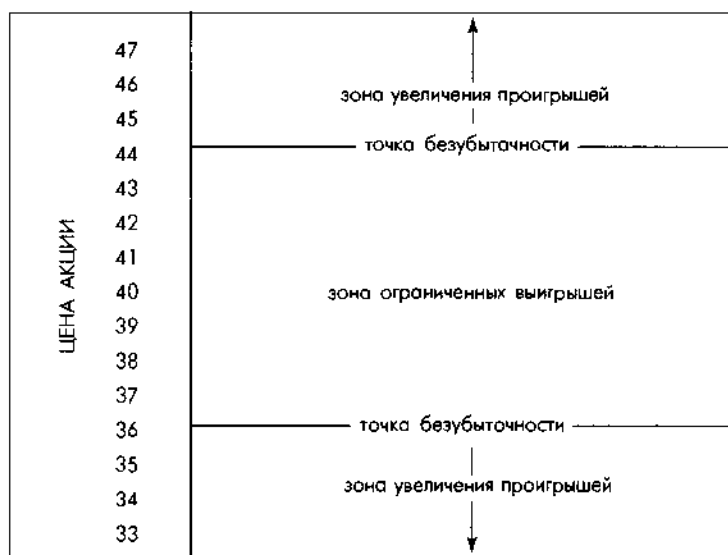
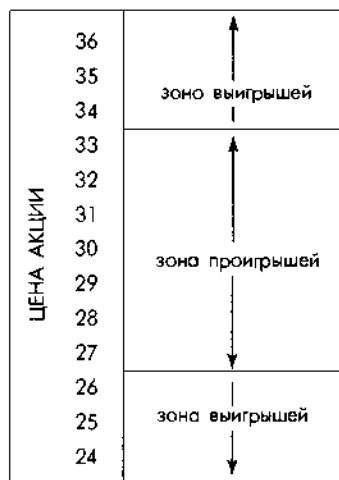


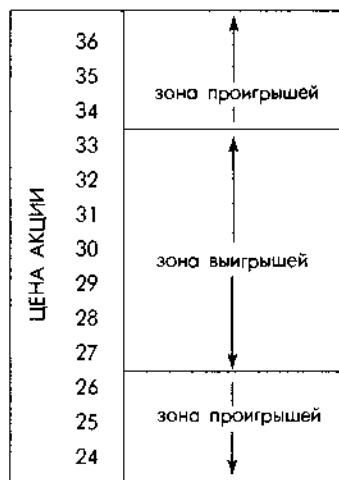
Рисунок 8.20. Зоны прибыли и убытков короткого стрэдла

ДЛИННЫЙ СТРЕДЛ



куплен 1 апрельский опцион «колл» с ценой исполнения 30 за 2
куплен 1 апрельский опцион «пут» с ценой исполнения 30 за 1
общая стоимость 300 долл.

КОРОТКИЙ СТРЕДЛ



продан 1 апрельский опцион «колл» с ценой исполнения 30 за 2
продан 1 апрельский опцион «пут» с ценой исполнения 30 за 1
чистая прибыль 300 долл.

Рисунок 8.21. Сопоставление стратегий короткого и длинного стрэдла

Таблица 8.12. Выигрыши и потери при использовании короткого стрэддла

Цена (долл.)	Июльский опцион «колл» 40 (долл.)	Июльский опцион «пут» 40 (долл.)	Всего (долл.)
47	-400	+100	-300
46	-300	+100	-200
45	-200	+100	-100
44	-100	+100	0
43	0	+100	+100
42	+100	+100	+200
41	+200	+100	+300
40	+300	+100	+400
39	+300	0	+300
38	+300	-100	+200
37	+300	-200	+100
36	+300	-300	0
35	+300	-400	-100
34	+300	-500	-200
33	+300	-600	-300

из позиций, и если любая из двух позиций исполнится, то потребуется выплачивать дополнительные комиссионные. Таким образом, небольшая прибыль может полностью исчезнуть, благодаря необходимости этих выплат, которые не были учтены в приведенном примере. С помощью рис. 8.21 можно сравнить короткий и длинный стрэддлы и их зоны прибылей и убытков.

ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА СОСТАВЛЕНИЯ КОМБИНИРОВАННЫХ СТРАТЕГИЙ

Сложные опционные стратегии могут быть весьма рискованными, особенно если в них включены короткие позиции. Реализация таких стратегий требует учета ряда обстоятельств:

Брокерские комиссионные — часть затрат.

Брокерские комиссионные будут существенно снижать вашу прибыль, особенно если у вас единственный опционный контракт. Чем больше количество контрактов, тем ниже брокерские комиссионные за один контракт, но больше рыночный риск. Небольшая потенциальная прибыль может быть полностью уничтожена этими выплатами, поэтому ее надо учитывать, прежде чем открывать какие бы то ни было позиции.

Раннее исполнение контракта может сильно изменить результаты реализации стратегии.

Покупатель опционов «колл» и «пут» имеет право исполнить контракты в любой момент, а не только перед их истечением. Риск исполнения опциона нельзя игнорировать. Реализации простой стратегии может помешать раннее исполнение. Убедитесь, что, оценивая стратегию и ее возможные исходы, вы не забываете о возможности раннего исполнения контракта. Если стратегия связана с короткими позициями по опционам «колл» или «пут», то исполнение является постоянной угрозой. Рассмотрите влияние раннего исполнения на ваши позиции.

Потенциальная прибыль и уровень риска всегда связаны напрямую.

Многие опционные инвесторы склонны уделять внимание только возможным выигрышам, не обращая внимания на возможный риск. Но чем больше возможность получить прибыль, тем больше и потенциальные убытки.

Степень риска, который вы на себя возьмете, будет ограничена вашей брокерской конторой.

Вы можете изобрести сложную последовательность сделок, которая, по вашему мнению, ограничит риск и создаст возможность для извлечения значительной прибыли. Но если эта стратегия связана с открытием коротких позиций, то ваша брокерская контора ограничит степень риска, который вы на себя принимаете. От вас потребуют внести минимальную маржу. Кроме того, брокер имеет право закрыть ваши позиции в случае, если происходит неблагоприятное изменение рыночной конъюнктуры, даже если вы верите, что оно временное. Таким образом, вы должны быть готовы передать деньги и ценные бумаги, чтобы покрыть короткие позиции в соответствии с правилами вашей брокерской конторы.

Вам необходимо четко понимать стратегию до того, как вы откроете позиции.

Никогда не прибегайте к какой-либо стратегии до тех пор, пока не начнете полностью понимать, как она работает при любом из возможных исходов. Вы должны оценить степень риска для каждого из исходов, а не только того ограниченного диапазона возможностей, которые вам кажутся наиболее вероятными. Вам также надо заранее определить, какие действия вам нужно будет предпринимать при каждом исходе. Таким образом, вы будете знать, что делать, когда возникнут движения цен, независимо от того, позитивными или негативными они окажутся. Планировать ответную стратегию имеет смысл заранее, чтобы не совершить ошибок под давлением обстоятельств. Планируйте с использованием терминов «наилучший вариант»/«наихудший вариант».

События не всегда происходят так, как они были запланированы.

Разрабатывая стратегию, вы можете незаметно убедить себя, что некоторый метод просто не может потерпеть фиаско. Затем вы совершаете сделки, но цены не изменяются в том направлении, которого вы ожидали, или стоимость опционов не отвечает на эти изменения так, как должна. Риск будет осознан вами только при непосредственном столкновении с ним. Только опыт может пока-

зать разницу между теорией и реальностью в операциях с опционами. Неожиданные изменения стоимости базовых акций или рынка в целом будут влиять на прибыль и иногда полностью разрушать ваши бумажные модели.

Опционы — пока еще новое явление в мире инвестиционной деятельности. С их помощью вы можете страховать существующие позиции, гарантировать прибыль и активно пользоваться возможностями текущего момента. Подготовленный инвестор может получать прибыль, разумно используя опционы. Однако всегда помните о том, что каждая возможность для извлечения прибыли имеет обратную сторону — риск. Только проводя необходимый анализ, вы сможете найти те немногие стратегии, которые будут для вас удобны и, как вы верите, принесут вам прибыль.

В следующей главе мы рассмотрим вопрос о том, почему каждый инвестор должен изобретать свои индивидуальные стратегии, и ни один из подходов не может быть универсальным и приемлемым для каждого инвестора.

Выбор стратегии

Итак, вы если пришли к мысли, что использование опционов иногда может приносить вам пользу, то это значит, что рано или поздно вам предстоит включить их в свой портфель. Разумеется, если вы настолько не приемлете риск, что в принципе отвергаете опционы как инструмент, то про них стоит забыть. И все же помните, что область применения опционов — весьма обширна.

Ваш успех как опционного инвестора во многом будет зависеть от того, насколько вы сможете выстроить политику, ориентированную на достижение ваших целей, и выбрать для этого подходящую стратегию (предполагается, что сами цели вы уже четко определили). Но самый важный вопрос состоит в том, насколько ваша дисциплинированность позволит вам не отступать от избранного курса, и не только с точки зрения верности своей стратегии, но и разработанных вами конкретных правил, а также способности противостоять различным соблазнам.

Возможно, что именно при инвестициях в опционы (по сравнению с любым другим видом инвестиционной деятельности) исключительно важна выработка четкой и хорошо продуманной политики. Число способов использования опционов, от очень рискованных до весьма консервативных, столь велико, что вам придется приложить максимум внимания, чтобы понять, что вам нужно на самом деле и что вы можете себе позволить. Вы также должны быть способны следовать собственным правилам. Наиболее важная часть выбранной политики — определение приемлемого уровня риска. Ваш личный уровень терпимости риска поможет определить те формы опционного инвестирования (если таковые найдутся), которые подойдут при формировании вашего портфеля и реализации финансового плана. Конечно, возможно, что эти формы будут подходить вам только сегодня, а затем перестанут устраивать. Ваш финансовый план действительно может измениться вследствие изменений личных обстоятельств. По мере накопления опыта работы на рынке ваши финансовые возможности будут возрастать, и это повлияет на уровень терпимости риска.

Опционы могут быть удобным способом диверсификации активов, страхования рисков, формирования доходов, а возможно, всего сразу в различных формах и комбинациях. Но, прежде всего, вы должны решить, каким инвестором вы представляете себя сегодня и каким хотите стать в будущем.

В опционном инвестировании есть много ловушек. Его язык сложен, в нем используется много математики, а изменения на рынке опционов происходят очень быстро. Многие люди легко теряются в его терминологии, другие получают удовольствие скорее от теоретических возможностей, чем от реальной прибыли или же неожиданно оказываются в затруднении, поскольку не следят регулярно за рынком или не реагируют достаточно решительно, когда ситуация требует действий. Таким образом, только понять самого себя недостаточно, надо еще постоянно уделять внимание всему тому, что является по-настоящему важным.

Если вы — спекулянт, то выберете возможность получения быстрых доходов и не заинтересуетесь возможностями извлечения прибыли в отдаленной перспективе. Ваше

внимание будет сосредоточено на рискованных шагах. Наиболее привлекательной покажется продажа непокрытых опционов «колл» или покупка недорогих, близких к истечению позиций. Спекулянты будут также интересоваться спредами и стрэдды из-за возможности выиграть при невысоком риске крупно проиграть. Если вы помимо опционов занимаетесь спекуляциями с акциями, то можете захотеть использовать опционы для хеджирования волатильных акций или покрытия коротких позиций. Опасность здесь кроется в том, что вас могут привлечь необычные стратегии, причем привлечь только своей экзотичностью, а не чем-то иным.

Если вы консервативны и стремитесь к доходу от долгосрочного роста активов, то можете достичь постоянной высокой нормы доходности с помощью продажи покрытых опционов «колл». Хеджируя открытые позиции долгосрочного портфеля, крайне консервативные инвесторы используют опционы как гарантию того, что смогут благополучно пережить временные коррекции на рынке. Они создают защиту от падения курса наряду с возможностью получать краткосрочный доход, но делают это ценой дополнительных затрат. При покупке опционов «пут» вы не рискуете исполнением, как это случается при продаже опционов «колл», но получаете аналогичную защиту от неблагоприятной конъюнктуры. Покупка опционов «пут» обычно используется в качестве страховки, а короткая позиция по опциону «колл» больше подходит для получения дохода и нормы прибыли, превышающей среднюю, но связана с риском исполнения, в случае если рыночная стоимость базовых акций будет расти.

ОБ УРОВНЕ РИСКА

Опционы могут быть использованы при любом уровне терпимости к риску и применяться как для спекуляций, так и для страховки стоимости базовых акций. Чтобы определить, как именно опционы смогут наилучшим образом служить вашим личным инвестиционным потребностям, следует сделать три шага:

Научитесь различать и понимать разные варианты опционного инвестирования. Прежде чем открывать реальные опционные позиции, запишите на бумаге свои варианты открытых позиций и проследите, что с ними будет происходить. Используйте финансовую прессу или домашний компьютер, если он позволяет следить за котировками напрямую. Привыкните к виду котировок настолько, чтобы вам не приходилось задумываться над тем, что они означают. Обращайте внимание на любые изменения цен.

Разработайте собственную инвестиционную политику и политику в области риска и сформулируйте свои правила действий. Ограничивайте свою деятельность на рынке только теми целями, которые вы определили себе в личном финансовом плане и теми стратегиями и действиями, которые для этого подходят. Не забывайте, что ваши цели и политика могут изменяться, поскольку меняются ваши личные обстоятельства. Будьте готовы к тому, чтобы отказаться от вчерашних планов и вчерашних представлений о риске.

Разберитесь в специфике рисков, связанных с опционами при всех возможных вариантах их использования, в том числе и непредвиденных рисков, не связанных с неожиданными движениями цен базовых акций. Избегайте упрощенного взгляда на вещи. Стремитесь к более глубокому пониманию опционного рынка, следите за ним и приобретайте опыт работы на нем. Для большинства типов инвестиционной деятельности представления о риске являются неизменными. Но в опционном инвестировании все зависит от конкретной позиции. Например, если вы покупатель, то время для вас — враг; если же вы продавец, то время — ваш лучший союзник. Это связано с тем, что временная стоимость опционов меняется с течением времени.

Риск, связанный с любой опционной позицией, состоит в том, что курс базовых акций может двигаться в направлении, противоположном ожидаемому. Кроме того, в ряде стратегий риск возникает из-за того, что краткосрочные движения оказываются слишком незначительными или, наоборот, слишком большими, чтобы достичь нужного исхода. С этой опасностью сталкиваются спекулянты,

которые стремятся к быстрым доходам, и консервативные инвесторы, использующие опционы для фиксации нормы прибыли или страхования стоимости позиций, связанных с опционами.

Кроме этих очевидных рисков следует помнить и о некоторых других видах рисков, обязательно возникающих, если вы работаете с опционами.

Риск, связанный с маржой

Большинство инвесторов рассматривают инвестирование с использованием денег на маржевом счете как покупку акций в кредит. Это действительно самая распространенная форма использования маржевого счета, но на опционном рынке существуют собственные требования к маржевому счету, и он используется особым образом. Ваша брокерская контора потребует, чтобы любая короткая позиция, которую вы занимаете, была покрыта дополнительным обеспечением, если короткая позиция не была покрыта ранее другими позициями.

Когда бы вы ни открывали непокрытые короткие позиции по опционам, брокерская контора потребует, чтобы вы поместили деньги или ценные бумаги на счет, чтобы частично застраховаться от возможных убытков. Например, если вы продаете непокрытые опционы «колл», ваша брокерская контора потребует, чтобы вы поддерживали определенный уровень обеспечения на вашем счете (это требование может меняться от одной брокерской конторы к другой в зависимости от их минимально принятых требований). Часть вложений, которая не обеспечена средствами на маржевом счете подвергается риску и для вас, и для брокерской конторы. Если стоимость акций начнет расти, то вырстут и требования к величине маржевого счета.

Риск состоит в том, что в случае непредвиденного роста рыночной стоимости базовых акций от вас потребуются депонировать дополнительные деньги или ценные бумаги, чтобы удовлетворить требования к маржевому счету. Это ограничивает возможное участие в рынке любого инвестора размерами его капитала. Требования к изменениям величины маржевого счета должны быть выполнены опера-

тивно. Прежде чем занимать какую-либо короткую позицию — по непокрытым опционам «колл» или «пут», спрэдам или страддам, — вы должны определить размеры будущих требований к маржевому счету и убедиться в том, что можете себе позволить открыть данную позицию.

Риск, связанный с личными целями инвестора

Удачливые инвесторы намечают цели, которые затем подвергают регулярному пересмотру и отбирают те стратегии, которые предполагают приемлемый уровень риска. Затем они устанавливают для себя правила инвестирования и неукоснительно им следуют. Инвестиции — это деятельность, требующая четкости и строгости, а не просто игра, которой можно заниматься между прочим. Если вы не принимаете эту точку зрения, то ваши шансы на прибыль от опционных спекуляций значительно уменьшаются.

Пример: Предположим, что вы поставили себе несколько целей и определили свои инвестиционные правила. Один из пунктов вашей инвестиционной политики гласит, что вы не будете использовать для опционных спекуляций более 15% стоимости всего вашего портфеля. Вы начинаете выполнение своей программы с покупки опционов «колл» и «пут», предварительно проведя их тщательный анализ и отбор. Со временем вы зарабатываете существенную прибыль. Затем неожиданно на рынке происходит серьезная корректировка, и вы обнаруживаете, что в вашем портфеле преобладают опционы «колл». Все они быстро теряют свою стоимость. После проверки вы обнаруживаете, что на самом деле перед корректировкой в них было инвестировано около 30% портфеля, и, вероятно, скоро вы потеряете все эти вложения. Это значит, что на промежуточном этапе вы отошли от собственной политики. Вы потеряли больше денег, чем могли себе позволить, поскольку не следили за своим портфелем.

В качестве одного из инвестиционных правил вы должны определить тот момент, когда вы будете закрывать

любую открытую позицию. Избегайте нарушений своих собственных правил, откладывая действия в надежде на большую прибыль в будущем. В этом состоит постоянный соблазн, но если вы ему поддадитесь, то фактически гарантируете себе потери. Установите для себя два уровня цены: минимальной доходности и максимальной убыточности. Как только достигается любая из этих цен, закройте позицию.

Риск недоступности рынка

Все рассуждения об опционных стратегиях предполагают, что вы окажетесь в состоянии открыть и закрыть позиции, тогда когда захотите. Правильный выбор момента — важнейший элемент любых опционных спекуляций. Но как опционный инвестор вы должны принимать риск того, что по каким-либо причинам не будет возможности провести необходимые сделки или, как говорят, рынок окажется недоступен.

Пример: В 1987 г. 19 октября фондовый рынок испытал сильнейший в своей истории обвал. Объемы торгов превысили 600 миллионов акций, и брокерские конторы в течение нескольких дней были не в состоянии исполнять поручения. Инвесторы, которые хотели выйти на торги, были не в состоянии связаться со своими брокерами по телефону, размещенные поручения часто на несколько дней откладывались. В течение следующей за обвалом недели цены акций и опционов колебались в широком диапазоне. Опционные инвесторы, и в особенности спекулянты, понесли огромные потери, не только из-за колоссального снижения цен, но и из-за недоступности рынка. Они не смогли сократить свои потери, поскольку рынок был недоступен для совершения покрывающих сделок.

С тех пор правила, касающиеся совершения необходимых сделок, были изменены, и рынок автоматически закрывается, как только уровень торгов достигает определенной отметки, поэтому подобная ситуация не может повториться. Кроме того, использование компьютеров для размещения приказов

без посредников повысило общую эффективность рынка. И тем не менее, природа опционного рынка такова, что желаемая текущая цена может быть недоступна. Вы можете желать совершить сделку по текущей цене, а реальное исполнение может произойти при цене, отличающейся от нее на полпункта. Поскольку рынок меняется быстро, вы не можете всегда и в каждом случае немедленно совершить сделку по нужной цене. Принимая решение о совершении конкретной сделки, следует иметь в виду границы возможных отклонений.

Риск приостановки торгов

Еще один риск, с которым вы сталкиваетесь как опционный инвестор, состоит в том, что торги по базовым акциям могут быть прерваны. Например, из-за слухов о возможном слиянии некоторой компании цены на ее акции могут за короткое время так сильно вырасти, что торги по этим акциям приостановят и, возможно, более чем на день. Соответственно приостановят и торги по всем связанным с этими акциями опционам. Эта ситуация представляет собой серьезный риск для опционных инвесторов.

Пример: Предположим, что в прошлом месяце вы продали непокрытый опцион «колл» и получили премию 11. Ваша стратегия предусматривала, что вы закроете позицию, если акции вырастут на 8 или более пунктов, а если этого не произойдет, то будете ее держать вплоть до истечения срока контракта. Однако вчера было объявлено тендерное предложение о выкупе акций данной компании по цене на 20 пунктов выше текущей рыночной стоимости. Вы незамедлительно позвонили брокеру, чтобы отменить свою позицию, но узнали, что биржа приостановила торги по данным акциям и вы оказались не в состоянии совершать сделки по опционам. Вы не смогли закрыть короткую позицию, а затем узнали, что после возобновления торгов ваш опцион, вероятно, будет стоить на 20 пунктов больше, чем вчера, и, скорее всего, он будет исполнен.

Покупатель опциона «колл» в этих же обстоятельствах тоже будет не в состоянии закрыть позицию, что-

бы получить прибыль, пока торги не будут возобновлены. Тендерное предложение может никого не заинтересовать, и стоимость опциона снизится.

Риски, связанные с брокером

Если ваша брокерская контора обанкротится или будет лишена права проводить сделки уполномоченным регулирующим органом, то вы также не сможете закрыть свои позиции по собственному желанию. Кроме того, ваши позиции могут быть закрыты без вашего согласия для ликвидации риска убытков брокерской конторы. Хотя, к счастью, это случается далеко не каждый день, подобные случаи все же бывают.

В случае массовых банкротств брокерских контор ОСС может оказаться не в состоянии обеспечить исполнение всех опционных контрактов. Конечно, требования к маржевым счетам и ограничения на открываемые опционные позиции для инвесторов ограничивают такой риск. Но каждый опционный инвестор должен знать, что этот риск существует.

Еще один вид рисков, связанных с брокером, имеет отношение непосредственно к его поведению. Не стоит предоставлять неограниченную свободу действий ни одному брокеру, как бы вы ему ни доверяли. Опционные спекуляции с их специфическими, постоянно меняющимися рисками на быстро изменяющемся рынке подходят не каждому инвестору, и даже компетентный брокер не может знать, что на уме у его клиента в каждом конкретном случае. Иногда брокеры, получив право свободно совершать сделки по счетам клиента, неправильно используют возможности текущего момента. Вы вполне можете столкнуться с тем, что отдельные брокеры присваивают себе полномочия, которых вы им не предоставляли. К сожалению, избыточность оказанного брокеру доверия часто проявляется только в момент полученных убытков. Нельзя позволять брокеру открывать позиции по опционам или другим ценным бумагам без вашего предварительного согласия и контроля.

Риски, связанные с комиссионными

При определении зон прибылей от инвестиций в опционы надо учитывать затраты на совершение сделок. Эти затраты сужают величину зон. Аналогично, зоны убытков по тем же причинам расширяются. Выплаты брокеру приходится делать и при открытии, и при закрытии позиции. Если вы совершаете сделку с единственным опционным контрактом, то снижаете общий риск потери денег, но при этом возрастают затраты на совершение сделки.

В этой книге мы часто использовали примеры, в которых фигурировал только один контракт, но делали это только для того, чтобы максимально ясно проиллюстрировать применение определенной стратегии. Расходы, связанные с совершением сделок, были исключены из рассмотрения по тем же самым причинам. Но если вы начинаете реально торговать, то эти затраты должны быть включены в расчеты, и небольшой процент доходности может быстро обернуться убытками, когда вы учтете все расходы, связанные с совершением сделок.

Если вы упустите из виду затраты на совершение сделок, то малоприбыльные сделки не приведут к тому итогу, который вы ожидали. Это особенно принципиально, если происходит переход права собственности на акции; платить комиссионные придется и за опционы, и за акции. Ваши усилия и тот риск, которому вы себя подвергали, открывая позицию, могут принести мало пользы или вообще ничего. Всегда просчитывайте риск и возможную прибыль, с учетом затрат на совершение сделок. Всегда следите, чтобы в ваших расчетах результат перекрывал затраты на совершение всех сделок как по открытию, так и по закрытию позиций.

Риск упущенных возможностей

Возможно, наиболее эмоциональный аспект опционного инвестирования касается упущенных возможностей. Риск не реализовать хорошую возможность возникает по разным причинам. Наиболее тривиальная ситуация возникает при продаже покрытых опционов «колл». Вы рискуете

упустить прибыль от роста курса акций, если их рыночная стоимость неожиданно вырастет после того, как вы открыли позицию. Продавцы покрытых опционов «колл» вынуждены довольствоваться постоянной гарантированной, но ограниченной прибылью и одновременно должны быть готовы к потере будущих благоприятных возможностей.

Пример: Предположим, что первоначально вы купили 100 акций по 34 доллара, которые сегодня оцениваются в 42 доллара за акцию. Затем вы продали один опцион «колл» с ценой исполнения 40, так как даже в случае его исполнения вы должны получить прибыль и по акциям, и по опционам. Но затем акции выросли в цене до 65 долларов и опцион «колл» был исполнен; вам пришлось продать свои акции по 40 долларов, в то время как их текущая стоимость составляет 65 долларов за акцию.

В этом примере вы вполне разумно открыли позицию, так как имели все основания рассчитывать на прибыль. Но за полученную премию вы приняли на себя риск потери благоприятных возможностей, которые могли бы возникнуть (и возникли) в случае роста рыночной стоимости акций.

Есть и другие пути возникновения риска, связанного с упущенными возможностями. Например, если вы используете экзотические стратегии, связанные как с короткими, так и с длинными позициями по опционам, то требования по увеличению маржи могут помешать вам среагировать на благоприятные возможности для вложения средств. Часто инвесторы испытывают определенную стесненность в денежных средствах, поскольку независимо от того, насколько продумана стратегия, в будущем могут возникнуть лучшие стратегии, но под рукой не окажется достаточного капитала, чтобы воспользоваться всеми благоприятными возможностями.

ОЦЕНКА ТЕРПИМОСТИ К РИСКУ

У каждого инвестора свой собственный уровень терпимости к риску — способности и готовности принимать

на себя риск. Этот уровень изменяется с течением времени. На вашей личной терпимости будет сказываться влияние вашего возраста, доходов, семейного положения, представлений о будущем и личных качеств. Уровень вашей терпимости к риску зависит от следующих факторов:

Размер инвестируемого капитала

Какое количество денег вы можете вложить либо в акции в ожидании их долгосрочного роста или в спекуляции с перспективой быстрых доходов? Какой частью капитала вы можете себе позволить рисковать, инвестируя в опционы или другие рискованные инструменты?

Личные факторы

Ваш возраст, доход, уровень задолженностей, экономическое положение, работа (и гарантия занятости) и потенциально неограниченное количество других факторов личного характера будут влиять на вашу терпимость к риску.

Ваш опыт

Каков ваш опыт в инвестиционной деятельности? Насколько комфортно вы чувствуете себя на рынке, и как долго вы занимаетесь инвестициями? На риски, связанные со спекулятивными рынками, такими как опционы, влияет наличие опыта и не только в этой специфической сфере, но и на рынке в целом. Опционы — высоко специализированный инвестиционный продукт, поэтому брокеры обязаны установить уровень вашей компетентности, прежде чем позволить вам спекулировать опционами.

Тип счета

Терпимость к риску зависит от того, как и зачем вы вкладываете деньги. Например, если вы используете опционы как часть личного пенсионного плана, вы, вероятно, ограничитесь продажей покрытых опционов «колл». Конечно, ваша терпимость к риску связана не только с этим планом. Стратегия продаж покрытых опционов «колл» может меняться в зависимости от отношения к риску, а цели, на которые вы ориентируетесь при управлении портфелем инвестиций, должны быть соотнесены с уровнем риска.

Ваши личные цели

Личные цели каждого из инвесторов в конечном счете определяют, насколько большой риск может рассматриваться как приемлемый. Ваши цели могут включать желание сохранить капитал, защититься от инфляции, увеличить краткосрочные доходы, достичь существенной нормы прибыли, накопить капитал для пенсии или оплаты расходов на обучение детей в колледже, внести авансовый платеж за дом, достичь долгосрочного возрастания вложений ради неопределенных будущих потребностей или комбинацию этих целей.

Некоторые инвесторы разбивают свой портфель на части. Одна часть предназначается для долгосрочных инвестиций, а другая направляется на рискованные способы извлечения доходов, приобретение акций или спекулятивных инструментов типа опционов. Большинство людей готовы использовать лишь незначительную часть своего портфеля для высокорискованных спекулятивных стратегий.

Независимо от ваших инвестиционных целей, любые инвестиции и связанные с ними риски должны быть тщательно изучены, прежде чем будут вложены реальные деньги. Вы навредите самому себе, если вложите деньги без того, чтобы предпринять этот шаг. Если вы тратите деньги, основываясь только на чужих советах без собственных усилий по определению рисков, то расчищаете дорогу неприятностям. Никогда не полагайтесь только на советы брокера; не имеет значения, насколько честен и искренен этот брокер, он работает за комиссионные и получает доходы за счет того, что вы совершаете сделки. Уже только этого факта достаточно, чтобы внушить каждому инвестору желание самостоятельно заняться исследованиями и анализом. Новости или слухи, о которых вы можете узнать из финансовой прессы, часто связаны с текущими событиями и оказываются в действительности не слишком важными для долгосрочных тенденций.

Вкладывайте деньги, помня о собственной терпимости к риску, и не спешите немедленно реагировать на новую информацию, которая еще не проверена. Ваши личные цели и терпимость к риску должны быть ориентиром каждого инвестиционного решения, которое вы принимаете.

ете. Выберите те фундаментальные и технические индикаторы, которые, как вы верите, обеспечат вас наилучшей информацией, и используйте такую информацию в вашей личной инвестиционной программе.

Лучшие инвестиционные решения всегда принимаются в результате тщательной оценки различных факторов, включая риск. Записав на бумаге различные типы опционных сделок и рассмотрев их возможные исходы, вы получите ясное видение того, как опционы могут быть использованы в вашем портфеле. Не менее важно определить те стратегии, которые точно вам не подходят. Процесс анализа позволит вам избежать ошибок, сосредоточить внимание на собственной выгоде и правильно определить уровень собственной терпимости к риску. Рабочая таблица для оценки рисков при опционном инвестировании (табл. 9.1) поможет вам разделить опционы на категории по уровням риска.

Применение ограничений

Любые опционные инвестиции, имеющиеся в вашем портфеле, должны совершаться с учетом необходимых ограничений. В случае любой открытой позиции по опционам следует учитывать не только преследуемые цели и собственную терпимость к риску, а также знать заранее ожидаемую норму прибыльности и уровень убытков, при котором вы собираетесь закрывать позицию.

Чтобы определить эти величины, выберите параметры для опционных сделок, которые вы будете совершать: норму прибыли, время, остающееся до истечения контракта, временную стоимость, разницу между ценой исполнения и текущей рыночной стоимостью базовых акций, опционную премию, волатильность акций, характеристики общего состояния рынка и возможность удлиняющей замены в случае, если вы захотите избежать исполнения контракта. В случае продажи прикрытых опционов «колл» вам также следует определить — и при этом заранее — возможную норму прибыли, если курс акций не изменится в отношении к норме прибыли, которая возникнет в случае исполнения вашего опциона.

Таблица 9.1. Рабочая таблица оценки риска

<i>Наименьший возможный риск</i>	
<input type="checkbox"/>	Продажа покрытых опционов «колл»
<input type="checkbox"/>	Покупка опционов «пут» в качестве страховки (длинная позиция)
<input type="checkbox"/>	Покупка опционов «колл» в качестве страховки (короткая позиция)
<i>Средний риск</i>	
<input type="checkbox"/>	Продажа с коэффициентом
<input type="checkbox"/>	Комбинированные стратегии
<input type="checkbox"/>	длинные
<input type="checkbox"/>	короткие
<i>Высокий риск</i>	
<input type="checkbox"/>	Продажа непокрытых опционов «колл»
<input type="checkbox"/>	Комбинированные стратегии
<input type="checkbox"/>	длинные
<input type="checkbox"/>	короткие
<input type="checkbox"/>	Покупка опционов «колл» для извлечения дохода
<input type="checkbox"/>	Покупка опционов «пут» для извлечения дохода

Вы увеличите шансы на успех при работе с опционами, если будете принимать решения, основываясь на следующих принципах:

Максимальная временная стоимость

Будучи покупателем, избегайте приобретения опционов со слишком высокой временной стоимостью. Время работает против покупателя, и чем выше временная стоимость, тем меньше шансов на то, что вы выиграете от приобретения опциона. Продавцам можно дать противо-

положный совет. Ищите опционы с максимальной временной стоимостью, руководствуясь теми же причинами. Время работает на вас, а это значит, что чем больше временной стоимости вы продаете, тем лучше ваши перспективы получения прибыли.

Пример: Предположим, что вы покупатель. Вы установили для себя ограничение, что в премиях опционов никогда не должно быть больше половины временной стоимости; соответственно вы будете покупать только те опционы, которые имеют выигрыш. Если текущая премия некоторого опциона равна 4, то он должен иметь по крайней мере 2 пункта выигрыша; чем больше внутренняя стоимость, тем лучше.

Пример: Предположим, что вы продавец. Вы ищите опционы с наибольшей временной стоимостью и не будете продавать опционы, менее половины стоимости премии которых составляет временная стоимость. Со временем вы убеждаетесь, что ваши шансы на выигрыш выше, если временная стоимость исчезает из премии. Это позволяет опциону изменить свою стоимость на несколько пунктов в направлении, противоположном тому, на которое вы надеялись, но при этом не вести к проигрышу только потому, что временная стоимость будет исчезать.

Время, оставшееся до истечения опциона

Покупатели опционов, которые имеют небольшой срок до истечения, иногда могут иметь возможность фиксировать прибыль. Но часто, когда до истечения срока остаются считанные недели, а временная стоимость оказывается низкой, они полагаются на то, что базовые акции внезапно изменят стоимость. Помните о том, что время и временная стоимость напрямую связаны, но, хотя это и очевидно, инвесторы часто не способны учесть это в своих действиях. Для продавцов может оказаться в такой же степени выгодным специализироваться на краткосрочных опционах, хотя при этом повышается риск полной потери стоимости при истечении, а низкая временная стоимость является недостатком. Обычно требуется время, чтобы в опционе покупателя накопилась внутренняя стои-

мость, или в опционе продавца уменьшилась временная стоимость. Вопрос о том, какое количество времени окажется оптимальным, зависит от конкретного опциона, состояния рынка акций и связи между ценой исполнения и текущей рыночной стоимостью акций.

Пример: Предположим, что вы — покупатель и хотели бы, чтобы в опционе, который вы покупаете, было как можно меньше временной стоимости. Вы обнаруживаете, что для вас оказываются привлекательными опционы, до истечения срока которых остается менее двух месяцев, так как это тот временной промежуток, когда временная стоимость минимальна. Однако если до истечения опциона остается меньше месяца, то возникнет слишком серьезный риск, поэтому вы будете покупать опционы, до истечения срока которых остается от одного до двух месяцев.

Пример: Предположим, что вы — продавец и вас интересуют опционы с максимальной временной стоимостью. Если до истечения срока контракта остается слишком долгий период времени, то это означает неопределенность и риск исполнения опциона. Чем больше времени, тем больше возможностей для изменения рыночной стоимости акций. Наиболее привлекательными из-за их максимальной временной стоимости для вас оказываются опционы, до истечения срока которых остается более трех месяцев. При этом вы не готовы инвестировать в те опционы, до истечения которых остается более пяти месяцев. Более всего для продажи подходят опционы, которые истекают на временном промежутке длительностью от трех до пяти месяцев.

Количество опционных контрактов

Вам необходимо определить, каким количеством опционов вы будете торговать одновременно. Вы не должны ограничивать себя лишь несколькими контрактами. Чем большим количеством опционов вы торгуете одновременно, тем ниже ваши удельные затраты при совершении сделок. Однако когда вы увеличиваете количество одновременно совершаемых сделок с опционами, то повышаете риск.

Пример: Вознаграждение, которое необходимо выплачивать при сделках с опционами на сумму 2000 долларов или менее через дисконтного брокера, составляет 18 долларов плюс 1,8% стоимости опционной премии. Затраты изменяются в зависимости от количества опционов, которыми вы торгуете одновременно, что показывает предпочтительность больших объемов:

один опцион, премия 3	затраты = 23,40 долларов;
два опциона, премия 3	затраты = 28,80 долларов;
три опциона, премия 3	затраты = 34,20 долларов.

В случае трех опционов затраты на сделку с каждым опционом составляют 11,40 долларов — менее половины того вознаграждения, которое бы вам пришлось платить, если бы вы торговали только одним опционом. Но хотя затраты сокращаются наполовину, риски становятся в три раза выше. Каждый опционный инвестор должен найти баланс между этими противоборствующими тенденциями.

Планируемая норма прибыли

Осуществляйте каждую опционную сделку, имея заданную норму прибыли. Поставьте себе эту цель заранее, и если возможны два или более исхода (как в случае продажи покрытых опционов «колл»), то учтите результаты всех возможных исходов.

Пример: Предположим, что вы покупаете опционы, чтобы получить 50%-ную норму прибыли. Вы готовы рисковать 100%-ными убытками, если не достигнете своей цели, и ваши ожидания не меняются по мере приближения даты истечения. В прошлом месяце вы купили опцион и заплатили премию 4. Вчера стоимость премии оказалась равной 6. Вы продали его, так как достигли своей цели, получив 50% прибыли.

Уровни покупки и продажи

Вместе с планируемой нормой прибыли определяйте уровень премии, при котором вы будете закрывать позиции. Установите для себя четкие правила и следуйте им без исключений. Если премии выросли (для длинных пози-

ций) или упали (для коротких позиций) до того ценового уровня, который вы определили, то закрывайте позиции. Чтобы минимизировать проигрыши, также закрывайте позиции, если рынок достиг заранее определенных неблагоприятных уровней. Уровни покупки и продажи связаны с уровнями премии и в момент открытия позиций. Для покупателей риски минимизируются путем определения верхней границы цены для премий; а продавцы определяют минимальный уровень продажи, который оправдывает риск.

Пример: Предположим, что вы обычно вы покупаете по три опциона. Вы избегаете опционов с премиями выше 3, поэтому никогда не тратите более 900 долларов на одну сделку по открытию позиции (плюс затраты на совершение сделки). Кроме того, вы установили правило продавать внутри определенного диапазона цен. Если стоимость каждого из опционов возрастает до 450 долларов (при затратах в 300 долларов), то вы продадите опционы. Вы их продадите и в том случае, если их стоимость понизится до 150 долларов за каждый.

Пример: Предположим, что вы продали покрытые опционы «колл» на диверсифицированный портфель акций. Ваше инвестиционное правило заключается в том, что для оправдания риска вы должны получить за каждый проданный контракт премию не менее 500 долларов. После того как позиции будут открыты, вы закроете их, если стоимость опционных премий упадет до 3 или ниже. Если стоимость премий будет расти из-за роста рыночной стоимости базовых акций, то вы не будете ничего делать. Вы выбрали опционы таким образом, чтобы получить приемлемую прибыль в случае их исполнения.

Определив все характеристики, которые вы рассматриваете как минимально приемлемые, и все риски, которые вы готовы на себя взять, а также учитывая свои возможности, вы сможете адекватно производить отбор опционов с учетом ваших собственных ограничений. Если ваши ограничения являются нереалистичными по отношению к рыночным возможностям, то вы быстро обнаружите, что вам не подходит ни один из торгуемых опционов.

Пример: Предположим, что вы разработали собственную инвестиционную политику, которая объединяет несколько требований. Во-первых, вы установили, что опционы, которые вы будете покупать, не должны иметь в опционной премии более 25% временной стоимости. Во-вторых, они должны истекать не ранее, чем через четыре месяца. В-третьих, они должны быть «с выигрышем» на момент покупки. Однако, начав применять этот набор правил на практике, вы не нашли ни одного опциона, который бы удовлетворял всем поставленным условиям, вам придется внести поправки в свои правила.

Таблица 9.3. Опции для опционов

Критерии продажи покрытых опционов «колл»

Норма прибыли при отсутствии изменений

Дивиденды \$ ____
 Премия за опцион «колл» ____ Всего \$ ____
 Стоимость акций \$ ____
 Доход ____%

Норма прибыли при исполнении

Дивиденды \$ ____
 Премия за опцион «колл» ____
 Доход на акции ____ Всего \$ ____
 Стоимость акций \$ ____
 Доход ____%

Критерии покупки опционов

Максимальная временная стоимость: ____%
 Время до истечения: ____ месяцев
 Количество опционов: ____ контрактов
 Планируемая норма прибыли: ____%
 Уровень продажи: рост до \$ ____ падение до \$ ____

Если вы рассматриваете любую опционную стратегию, то, прежде всего, определите возможные выигрыши в случае истечения или исполнения контракта, а затем установите остальные критерии: максимальную временную стоимость, время до истечения контракта, количество контрактов, которыми вы будете торговать, планируемую норму прибыли и ценовой диапазон, в котором вы будете закрывать позицию. Очевидно, эти критерии будут значительно различаться для покупателей и продавцов, а также в случае продаж покрытых и непокрытых опционов. Используйте рабочую таблицу ограничений для опционов (табл. 9.2), чтобы установить собственные ограничения. Если вы обнаружите, что эти ограничения не реалистичны, то внесите в них приемлемые изменения (или же сделайте вывод, что не готовы принимать риск, связанный с опционными спекуляциями). Если вы заранее определите характеристики ваших опционных инвестиций и если вы будете знать условия закрытия позиций, то сможете избежать распространенной проблемы под названием «принятие решений в вакууме». Она состоит в том, что инвесторы удачно открывают позиции, но в итоге терпят неудачу потом, так как не знают, когда и почему ее надо закрывать.

ЗАГЛЯДЫВАЯ В БУДУЩЕ

Кроме формирования инвестиционных правил и целей опционных стратегий, необходимо определить свою долгосрочную инвестиционную политику. После этого надо будет привести свои опционные стратегии в соответствие с требованиями долгосрочной политики.

Неверно открывать опционные позиции по совету брокера или кого-то еще, прежде чем рассматривать вопрос о том, насколько это соответствует вашей долгосрочной инвестиционной политике. Вложения в опционы (как и любые другие инвестиции), не должны выбиваться из общего контекста ваших действий.

Пример: Предположим, что вы сформулировали на бумаге свои личные инвестиционные цели и определили ха-

рактические характеристики своих будущих достижений. Вы готовы взять на себя риск в некотором диапазоне — от низкого до умеренного, и поэтому вкладываете весь капитал в ликвидные акции. В поисках путей увеличения стоимости своего портфеля вы рассматриваете две возможные стратегии:

Стратегия 1: Держать акции в качестве долгосрочных вложений. По прошествии многих лет хорошо подобранный портфель акций будет повышать общую стоимость ваших инвестиций, а дивиденды обеспечат текущий доход.

Стратегия 2: Повышать стоимость портфеля, покупая акции и продавая на них покрытые опционы «колл», если норма прибыли по ним — как в случае исполнения контрактов, так и без него — будет превышать 35%. Текущие доходы с оборота, возникающего при исполнении опционов, премии за продажу опционов «колл» и дивиденды вы предполагаете инвестировать в акции, опционы на которые присутствуют в биржевом листинге.

В примере, приведенном выше, норма прибыли при использовании второй стратегии окажется выше, благодаря постоянным доходам, которые вы будете получать от продажи опционов «колл». Прибыльность будет достигнута одновременно с уменьшением ваших реальных затрат и созданием защиты от падения цен. Продажа опционов «колл» увеличит количество оборотных средств, которые дополнительно могут быть инвестированы в акции.

В отношении описанной выше стратегии продажи покрытых опционов «колл» может быть сделано любопытное замечание: общий аргумент против продажи покрытых опционов «колл» состоит в риске упущенной прибыли при росте, особенно существенном, рыночной стоимости акций. Но ваши долгосрочные цели заставляют предположить, что выбранные акции являются прекрасными кандидатами на долгосрочный рост, к тому же они будут менее волатильными, чем рынок в среднем. Таким образом, реальный риск потери будущей прибыли окажется минимальным, он меньше, чем в случае портфеля, состоящего из других бумаг.

Долгосрочные цели повышения стоимости портфеля будут достигнуты при правильном использовании опционов.

Для фондового инвестора продажа покрытых опционов «колл» окажется разумной и прибыльной, только если он разработал адекватную инвестиционную политику и строго ей следует. Вам придется принять риск отказа от случайной спекулятивной прибыли, возникающей из-за случайного неожиданного роста курса акций, так как проданные опционы «колл» фиксируют в этом случае цену исполнения. Но отказ от подобной прибыли обеспечит постоянный уровень доходности, который вполне приемлем для большинства инвесторов. Если ваша цель состоит в устойчивом долгосрочном росте, результаты которого могут быть улучшены текущими доходами с оборота, то продажа покрытых опционов «колл» на хорошо подобранный портфель акций — это один из наиболее разумных путей.

Нетерпеливый инвестор может быть соблазнен спекулятивным подходом и, возможно, будет покупать опционы вместо акций. Если бы эти опционы были постоянно прибыльны, то он достиг бы своих долгосрочных целей за считанные месяцы, не тратя на это годы. Но опытные аналитики согласятся с тем, что случаи успеха в таких спекуляциях не слишком часты. Более разумный путь, по мнению большинства опытных инвесторов, состоит в формировании портфеля акций, который может более или менее часто изменяться, и проведении время от времени спекуляций, а также в периодических продажах опционов «колл», увеличивающих текущие доходы.

Все виды инвестиций создают определенные возможности получения прибыли, но одновременно связаны со специфическим набором проблем и рисков. Опционы часто могут использоваться для достижения более общих целей, ограничивать или снижать риски, а также обеспечивать страховку других позиций. Вы можете хеджировать позиции по акциям или другим опционам, уменьшать реальные затраты на покупку акций или использовать часть своего инвестиционного капитала для чистых спекуляций.

Инвесторов, которые постоянно проигрывают на опционном рынке, как правило, объединяет несколько признаков. Они не устанавливают четких целей либо не определяют соответствующих стратегий, а также игнорируют собственные интересы, так как не нашли времени для того, чтобы их определить. Их планы и цели неясны, поэтому

они не знают, когда им стоит покупать, а когда — продавать. Среди инвесторов популярно выражение: «Если не знаешь, куда идешь, то годится любая дорога». Это настолько же верно для опционного инвестора, как и для любого другого человека.

Преуспевающие инвесторы всегда имеют четкий круг интересов. Они не жалеют времени, чтобы определить свои цели и собственную терпимость к риску. В результате они могут найти свое место на рынке. После этого они в состоянии избрать те стратегии, которые им подходят. Если вы хотите оказаться в числе таких инвесторов, быть «в выигрыше», используя опционы подходящим образом, который вам полностью понятен, то первый шаг, который необходимо сделать, — это выработать рациональный подход. Успех не приходит к тому, кто к нему не готов. Успех на опционном рынке может быть предсказуемым и управляемым. Если у вас есть знания, вы изучили поле, на котором играете, исследовали акции настолько же тщательно, насколько тщательно выбрали связанные с ними опционы, и вы дисциплинированы при выполнении своих решений, то вы обязательно преуспеете. Иногда вам придется экспериментировать, чтобы понять, как будут развиваться реальные события в конкретной ситуации на опционном рынке, и найти решение, в случае когда рынок движется в направлении, противоположном ожидаемому. Кроме того, без вложения реальных денег и принятия настоящего риска вы не сможете в действительности узнать, как сложится для вас инвестирование, даже если предварительно проработаете все ситуации на бумаге. Заменить опыт нельзя ничем.

Разработка индивидуальных стратегий дает бесценный опыт. Ясное видение того, что нужно делать, и успешное применение стратегии дают вам чувство собственной компетентности. Вы сможете получать прибыль от разработки и применения разумной опционной стратегии, основанной на вычислениях и наблюдениях. Вы также испытаете чувство удовлетворения, которое придет вместе с овладением сложным инвестиционным процессом и вашим осознанием того, что теперь вы можете контролировать связанные с ним события.

Глоссарий

Автоматическое исполнение (automatic exercise) — действие, предпринимаемое Опционной клиринговой корпорацией во время истечения опционов, когда опционы с выигрышем не будут отменены или исполнены иным образом.

Акция (share) — минимальная неделимая часть собственности в капитале корпорации

Аукционный рынок (auction market) — публичные биржи, на которых опционы, так же как акции, облигации и т.д. оцениваются по стоимости соответственно спросу и предложению. (Спрос увеличивает цены, в то время как предложение заставляет цены снижаться. Эти цены предлагаются продавцами и покупателями.)

Базовая акция (underlying stock) — ценная бумага, право купить или продать которую предоставляет опцион, и которая определена в каждом контракте

Балансовая стоимость (book value) — текущая стоимость компании, которая более точно называется «балансовой стоимостью акции»; стоимость капитала компании (активы минус обязательства), деленная на число акций, выпущенных в обращение.

Без выигрыша (at the money) — статус опциона, когда стоимость акции на спотовом рынке идентична цене реализации опциона

Бета (beta) — измерение относительной волатильности акций; сравнение степени движения цен на данную акцию с фондовым индексом.

«Бумажная» (нереализованная) прибыль (paper (unrealized) profits) — стоимости, существующие только на бумаге, но не полученные в реальности; бумажная прибыль становится зафиксированной, только если совершена покрывающая сделка.

Бокс-спрэд (box spread) — комбинация медвежьего и бычьего спреда, открытых одновременно на одной и те же базовые акции.

Бычий спрэд (bull spread) — стратегия, связанная с покупкой и продажей опционов «колл» или «пут», которая приводит к образованию максимальной прибыли в том случае, когда стоимость базовых акций растет.

Вертикальный спрэд (vertical spread) — спрэд, построенный из опционов с различными ценами исполнения, но с идентичными датами истечения.

Внутренняя стоимость (intrinsic value) — часть текущей стоимости опциона, равная числу пунктов в долларах. (Количество пунктов равно числу долларов, составляющему стоимость одной акции; таким образом, 35 пунктов равны 35 долларам за акцию.)

Стоимость акций (долл.)	Цена исполнения (долл.)	Внутренняя стоимость (долл.)
38	35	3
43	45	0
41	40	1
65	65	0
21	20	1

Рисунок Г.1. Внутренняя стоимость

Волатильность (volatility) — мера степени изменений рыночной стоимости ценных бумаг, определяемая за период в 12 месяцев и измеряемая в процентах. (Для того чтобы

измерить волатильность, нужно вычесть самую низкую за 12 месяцев цену из самой высокой цены за тот же период, и поделить результат на самую низкую цену за период.)

<i>Наивысшая цена за год (долл.)</i>	<i>Наименьшая цена за год (долл.)</i>	<i>%</i>
65	43	5
37	34	9
45	41	10
35	25	4
84	62	35
71	68	4
118	101	17
154	112	38

Рисунок Г.2. Волатильность

Временная стоимость (time value) — часть текущей стоимости опциона, превышающая его внутреннюю стоимость.

<i>Общая премия (долл.)</i>	<i>Внутренняя стоимость (долл.)</i>	<i>Временная стоимость (долл.)</i>
4	3	1
2	0	2
4	1	3
1	0	1
3	1	2

Рисунок Г.3. Временная стоимость

Временной спред (time spread) — другое название календарного спреда.

Время истечения (expiration time) — самое позднее возможное время размещения поручения на отмену или исполнение опциона, которое может меняться в зависимости

ти от брокерской конторы, выполняющей поручение, и опциона самого по себе.

Годовое нормирование (annualized basis) — метод сравнения норм прибыли от вложений средств различной срочности, при котором все прибыльности выражаются, как если бы инвестиции работали в течение полного года (при этом реальный инвестиционный период делится на количество месяцев, в течение которых позиции были открыты, и результат умножается на 12).

Горизонтальный спрэд (horizontal spread) — календарный спрэд, в котором взаимно компенсирующиеся длинные и короткие позиции имеют одни и те же цены исполнения, но различные даты истечения.

Дата истечения срока (expiration date) — дата, после которой опцион ничего не стоит, и которая оговорена в контракте.

Дата платежа (settlement date) — дата, на которую покупатель должен оплатить покупку или на которую продавец может получить платеж (в случае акций дата платежа наступает через пять рабочих дней после совершения сделки. В случае опционов дата платежа отстоит на один рабочий день от даты совершения сделки).

Дебетный спрэд (debit spread) — любой спрэд, в котором доходы от открытия короткой позиции меньше, чем затраты на выплату премий при открытии длинных позиций.

Изменение цены акции	Изменение опционной премии			
	1 пункт	2 пункта	3 пункта	4 пункта
1	1,00	2,00	3,00	4,00
2	0,50	1,00	1,50	2,00
3	0,33	0,67	1,00	1,33
4	0,25	0,50	0,75	1,00
5	0,20	0,40	0,60	0,80

Рисунок Г.4. Дельта

Дельта (delta) — степень изменения опционной премии в ее отношении к изменениям в цене базовых акций. (Если степень изменения для опциона «колл» превышает изменения в базовой акции, это называется «верхней дельтой»; когда это изменение меньше, это называется «нижней дельтой». Противоположная терминология применяется в случае опционов «пут».)

Денежный спрэд (money spread) — другое название вертикального спрэда.

Диагональный спрэд (diagonal spread) — календарный спрэд, в котором взаимно компенсирующиеся длинные и короткие позиции имеют различные цены исполнения и даты истечения.

Дивидендный доход (dividend yield) — дивиденды, выплачиваемые на каждую простую акцию, вычисленные путем деления дивидендов, выплаченных на одну акцию, на текущую рыночную стоимость акций.

Дисконтировать (discount) — понижать реальную цену акций на величину полученной премии (преимущество продажи покрытых опционов «колл»; дисконтирование предоставляет защиту цены снизу и защищает длинную позицию).

Длинная позиция (long position) — статус, приобретаемый инвесторами, когда они дают поручение на покупку, предваряя поручение на продажу. (Длинная позиция закрывается последующим поручением на продажу или через истечение срока.)

Длинный стрэдл (long straddle) — покупка одинакового количества опционов «колл» и «пут» с одинаковыми датами истечения и ценами исполнения; стратегия, выстраиваемая для того, чтобы приносить прибыль в случае достаточного движения цен на базовые акции в любом направлении, чтобы перекрыть затраты на открытие позиций.

Длинный хедж (long hedge) — покупка опциона в качестве страховки, защищающая существующие позиции в случае повышения цен. Стратегия применяется инвесторами, совершившими короткую продажу акций, для страховки против роста рыночной стоимости акций.

Долговое инвестирование (debt investment) — инвестиции в форме ссуды под проценты, такие как покупка облигаций.

Досрочное исполнение (early exercise) — исполнение опциона до срока его истечения.

Доход на акцию (earnings per share) — часто используемый метод отчета по прибыли, когда чистая прибыль за год или другой отчетный период делится на количество простых акций, выпущенных в обращение на последний день отчетного периода (результат выражается в долларах).

Замкнуть (lock in) — заморозить цену базовых акций в позиции, когда инвестор владеет соответствующим коротким опционом «колл». (Пока позиция по опциону «колл» открыта, продавец замкнут ценой исполнения, независимо от текущей рыночной стоимости акций. В случае исполнения акции поставляются по этой фиксированной цене.)

Зафиксированная прибыль (realized profits) — прибыль или убытки, возникшие в момент закрытия позиции.

Защита снизу (downside protection) — стратегия, включающая приобретение одного опциона «пут» для каждых 100 базовых акций, которыми вы владеете. (Это до некоторой степени страхует вас от убытков. Пока опцион с выигрышем, каждый пункт, на который снизится стоимость акций, приведет к росту стоимости опциона «пут» на 1 пункт. Перед моментом истечения опциона вы можете продать «пут» и получить прибыль, компенсирующую потери по акциям, или исполнить «пут» и продать акции по цене исполнения.)

Значительный выигрыш (deep in) — состояние, когда текущая рыночная стоимость базовой акции на 5 или более пунктов выше цены исполнения опциона «колл» или ниже цены исполнения опциона «пут».

Значительный проигрыш (deep out) — состояние, когда текущая рыночная стоимость базовой акции на 5 или более пунктов ниже цены исполнения опциона «колл» или выше цены исполнения опциона «пут».

Зона прибыльности (profit zone) — диапазон цен на базовую акцию, в котором опционный инвестор фиксирует прибыль. (В случае покупателя опциона «колл» зона прибыльности находится выше точки безубыточности. Для по-

купателя опциона «пут» зона прибыльности располагается ниже точки безубыточности.)

Зона убыточности (loss zone) — диапазон цен на базовую акцию, в котором опционный инвестор несет убытки (для покупателей опционов существуют только ограниченные потери, поскольку стоимость премии является тем максимальным убытком, который они могут понести).

Изнашиваемый актив (wasting asset) — любое имущество, стоимость которого уменьшается с течением времени. (Опцион является примером изнашиваемого актива, поскольку он обладает стоимостью лишь до даты истечения срока, после которой не стоит ничего.)

Исполнение (exercise) — совершение покупки ценной бумаги в случае опциона «колл» или продажи ценной бумаги в случае опциона «пут», по оговоренной в контракте цене за акцию.

Календарный спрэд (calendar spread) — спрэд, связанный с одновременной покупкой или продажей опционов с различными датами истечения на одни и те же базовые акции.

Календарный пропорциональный спрэд (ratio calendar spread) — стратегия, включающая различное количество опционов на длинном и коротком конце сделки, при этом даты истечения сроков контрактов для каждого конца также различаются. (Эта стратегия создает две отдельные зоны прибыльности и убыточности, одна из которых исчезает в связи с более ранним истечением позиций.)

Класс (class) — все опционы, имеющие один и тот же базовый актив, независимо от цены их исполнения и даты истечения.

Колл (call) — опцион на продажу 100 акций по фиксированной цене, приобретаемый покупателем или предоставляемый продавцом.

Комбинация (combination) — любая покупка или продажа опционных контрактов с различающимися условиями на одну и ту же базовую акцию.

Комбинированный календарный пропорциональный спрэд (ratio calendar combination spread) — стратегия, сочетающая различное количество контрактов на длинном

и коротком конце сделки и бокс-спрэд. (Длинные и короткие позиции открыты на одни и те же базовые акции, количество контрактов может меняться, даты истечения охватывают два или более периода. Эта стратегия выстраивается, чтобы принести прибыль в случае повышения цен на базовые акции или их понижения.)

Конверсия (conversion) — процесс движения акций, на которые передаются права, от продавца опциона «колл» или к продавцу опциона «пут».

Контракт (contract) — один опцион; соглашение, обеспечивающее покупателю права, предоставляемые опционом. (Эти права включают идентификацию ценной бумаги, цену опциона, дату истечения опциона и фиксированную цену за акцию, по которой она будет продана или куплена по условиям опциона.)

Короткая позиция (short position) — статус, приобретаемый инвесторами, когда они дают поручение на продажу, предваряя поручение на покупку. (Краткосрочная позиция закрывается последующим поручением на покупку или через истечение срока.)

Короткий стрэдл (short straddle) — продажа одинакового количества опционов «колл» и «пут» с одинаковыми датами истечения и ценами исполнения; стратегия, выстраиваемая для того, чтобы приносить прибыль в случае движения цен на базовые акции лишь в ограниченном диапазоне.

Короткий хедж (short hedge) — покупка опциона в качестве страховки, защищающая существующие позиции в случае понижения цен. Стратегия применяется инвесторами для страховки длинных позиций против падения рыночной стоимости акций.

Коэффициент P/E (price/earnings ratio) — популярный индикатор, используемый фондовыми инвесторами, позволяющий оценить и сравнить акции. При делении текущей рыночной стоимости акций на последний доход по ним получается коэффициент P/E.

Кредитный спрэд (credit spread) — любой спрэд, в котором доходы от открытия короткой позиции превышают затраты на выплату премий при открытии длинных позиций.

Левередж (leverage) — способ использования инвестиционного капитала, при котором относительно небольшие объемы денежных средств позволяют инвестору контролировать относительно большую стоимость. (Это достигается посредством заимствования, — например, заемные средства используются для покупки акций или облигаций — или через покупку опционов, которые существуют только непродолжительное время, но позволяют покупателю опциона контролировать 100 акций. В общем случае, использование леведеджа повышает потенциал прибыли и потерь.)

Маржа (margin) — счет в брокерской конторе, содержащий минимальный уровень наличных денег и других активов, предоставляющий обеспечение для коротких позиций или для покупок, оплата которых еще не совершена.

Медвежий спред (bear spread) — стратегия, связанная с покупкой и продажей опционов «колл» или «пут», которая приводит к образованию максимальной прибыли в том случае, когда стоимость базовых акций падает.

Налоговый «пут» (tax put) — стратегия, сочетающая убыточную продажу акций, — предпринимаемую с целью снижения налогов, — с одновременной продажей опциона «пут» (полученная за продажу опциона «пут» премия компенсирует убытки от продажи акций; если «пут» исполняется, акции покупаются по цене исполнения).

Незастрахованная позиция (naked position) — статус инвестора, когда он занимает короткую позицию по опционам «колл» без того, чтобы обладать 100 базовыми акциями для каждого выписанного опциона «колл».

Незастрахованный опцион (naked option) — опцион, проданный при непокрытой продаже, когда продавец (райтер) не владеет 100 базовыми акциями.

Непокрытая покупка (opening purchase transaction) — совершение первоначальной сделки по покупке, называемое также «открытие длинной позиции».

Непокрытая продажа (opening sale transaction) — совершение первоначальной сделки по продаже, называемое также «открытие короткой позиции».

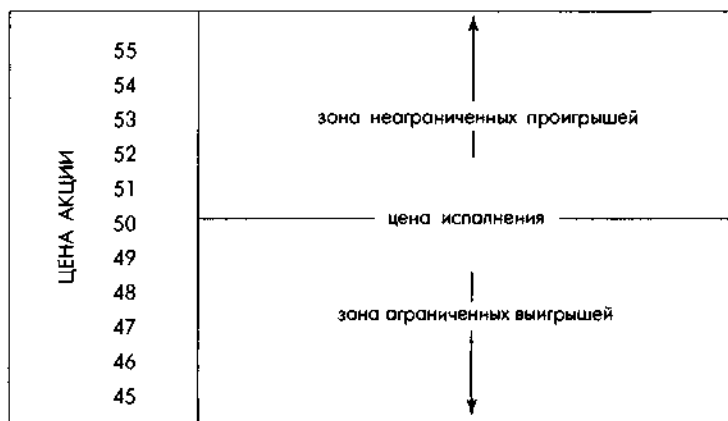


Рисунок Г.5. Незастрахованный опцион

Непокрытый опцион (uncovered option) — то же, что и незастрахованный опцион — продажа опциона, не покрытого, или не защищенного 100 базовыми акциями.

Норма прибыли (rate of return) — доход от инвестиций, вычисляемый делением чистых доходов от продаж на сумму, потраченную на покупку.

Объем (volume) — уровень торговой активности на рынке акций, опционов или на рынке в целом

Обратный хедж (reverse hedge) — расширение длинного или короткого хеджа, при котором открывается большее количество опционов, чем требуется для того, чтобы покрыть позиции по акциям; это повышает потенциальную прибыль по опционным позициям в случае неблагоприятного движения рыночной стоимости базовых акций.

Общая прибыльность (total return) — комбинированная прибыльность, включающая доход от продажи опциона «колл», прирост капитала от прибыли с продажи акций и полученные дивиденды (общая прибыльность может быть вычислена двумя способами: прибыльность, если опцион исполняется и прибыльность, если опцион истекает и обесценивается).

Опцион (option) — право на покупку или продажу 100 акций по определенной фиксированной цене в определенный день в будущем.

Акции переданы по
40 долларов (базис
34 доллара), акции
держали 13 месяцев:

Опционная премия	\$ 800
Дивиденды	110
Прирост капитала	600
Всего	<u>\$1510</u>
13 месяцев	<u>44,4%</u>
Годовая прибыльность	<u>41,0%</u>

Рисунок Г.6. Общая прибыльность

Опцион, прошедший листинг (listed option) — опцион, которым торгуют на публичных биржах и который фигурирует в отчетах, публикуемых в финансовой прессе.

Отзыв акций (called away) — результат передачи прав владения акциями (через исполнение опциона, когда 100 акций продавца отзываются по цене исполнения).

Открытая позиция (open position) — статус сделки, когда совершена покупка (открыта длинная позиция) или продажа (открыта короткая позиция), который сохраняется вплоть до отмены, исполнения или истечения опциона.

Открытый интерес (open interest) — количество контрактов, открытых по определенному опциону в любое данное время, которое показывает степень интереса рынка к данному опциону.

Паритет (parity) — состояние опциона на момент его истечения, когда премия по нему состоит из внутренней стоимости и не содержит временной стоимости.

Передача прав (assignment) — исполнение опциона против его продавца, совершаемое на случайной основе или в соответствии с порядком процедур, который разработан Клиринговой опционной корпорацией и брокерскими конторами.

Переменный хедж (variable hedge) — хедж, включающий длинные и короткие позиции по связанным опционам, ког-

да один конец содержит большее количество контрактов, чем другой. (Желаемый результат — снижение рисков или повышение потенциальной прибыли.)

Повышающая замена (roll up) — замена одного выписанного опциона «колл» другим, с более высокой ценой исполнения.

Покрывающая покупка (closing purchase transaction) — сделка, закрывающая короткую позицию, заключающаяся в покупке ранее проданного опциона, отменяющая опцион.

Покрывающая продажа (closing sale transaction) — сделка, закрывающая длинную позицию, заключающаяся в продаже ранее купленного опциона.

Покрытие (cover) — защита, которую обеспечивает владение 100 базовыми акциями для каждого проданного опциона «колл» (риск короткой позиции по опционам «колл» покрыт владением 100 акциями).

Покрытый «колл» (covered call) — «колл», проданный, чтобы открыть короткую позицию, когда продавец владеет 100 акциями для каждого проданного опциона «колл».

Покупатель (buyer) — инвестор, который приобретает опцион «пут» или «колл»; покупатель получает прибыль, если стоимость опциона поднимается выше цены его покупки.

Понижающая замена (roll down) — замена одного выписанного опциона «колл» другим, с более низкой ценой исполнения.

Последний день торгов (last trading day) — пятница, предшествующая третьей субботе месяца истечения опциона.

Поставка (delivery) — переход прав собственности на акции от одного владельца к другому (В случае исполнения опциона акции регистрируются на нового владельца после перевода платежа продавцу).

Премия (premium) — текущая цена опциона, которую платит покупатель, а продавец получает во время продажи. (Размер премии выражается как цена за акцию, без знака денежной единицы. Например, утверждение, что опцион

с премией 3 означает, что его текущая рыночная стоимость равна 300 долларам.)

Прибыльность в случае исполнения (return if exercised) — оцениваемая норма прибыли, которую получит продавец опциона в случае, если покупатель исполнит опцион (вычисления включают прибыль или потери по базовым акциям, полученные по ним дивиденды и премию, выплаченную за продажу опциона).

Цена исполнения 40
 Цена покупки 38
 Майский «колл» 40 продан за 3
 Получено 80 долларов дивидендов

Премия за «колл»	\$ 300
Дивидендный доход	80
Прирост капитала	200
Прибыльность	<u>\$ 580</u>
	15,3%

Рисунок Г.7. Прибыльность в случае исполнения

Базис по акциям 3800 долларов

Продан майский колл 40	\$ 300
Дивидендный доход	80
Всего	<u>\$ 380</u>
Прибыльность	10,0%

Рисунок Г.8. Прибыльность в случае неисполнения

Прибыльность в случае неисполнения (return if unchanged) — оцениваемая норма прибыли, которую получит продавец опциона в случае неисполнения опциона покупателем (вычисления включают дивиденды по базовым акциям и премию, полученную за продажу опциона).

Прибыль на инвестированный капитал (profit on invested capital) — фундаментальный тест, показывающий доход инвесторов-держателей акций компании, который вычисляется путем деления чистой прибыли на долларовую стоимость выпущенных акций.

Пригодность (suitability) — стандарт, с помощью которого оценивается определенная инвестиция или рыночная стратегия. (Знания и опыт работы инвестора с опционами представляют собой важные стандарты пригодности. Стратегии являются адекватными, только если инвестор понимает рынок и может позволить себе те риски, которые он на себя берет.)

Приказ стоп-лимит (stop-limit order) — поручение брокеру от инвестора покупать или продавать по определенной цене (или по цене внутри некоторого диапазона).

Приращение дохода (incremental return) — прием, с помощью которого избегают исполнения опциона и одновременно повышают прибыль, выписывая опционы «колл» (когда стоимость базовых акций растет, единственный «колл» закрывается с потерями и заменяется двумя или более опционами «колл», выписанными на более позднюю дату истечения; при обмене возникает прибыль).

Пробой (breakout) — движение цены акций ниже уровня поддержки или выше уровня сопротивления.

Продавец (seller) — инвестор, который передает права опциона кому-либо другому; продавец получает прибыль, если стоимость опциона падает ниже цены продажи.

Продавец (райтер) (writer) — лицо(компания) которое продает (выписывает) «колл» (или «пут»).

Продажа с коэффициентом (ratio write) — стратегия, частично прикрывающая одну позицию с помощью другой. (Часть риска устраняется, таким образом, продажа с коэффициентом может использоваться для снижения общего уровня риска.)

Пут (put) — опцион на продажу 100 акций по фиксированной цене, приобретаемый покупателем или предоставляемый продавцом.

Пут продавца (put to seller) — исполнение опциона «пут», требующее от продавца приобрести 100 акций по фиксированной цене исполнения.

Рентабельность (profit margin) — наиболее часто используемое измерение корпоративных операций, вычисляемое путем деления чистой прибыли на валовой объем продаж.

Рыночная стоимость (market value) — стоимость инвестиций на определенное данное время или дату; сумма, которую покупатель готов заплатить, чтобы сделать инвестиции, и которую покупатель также готов получить, чтобы передать право на ту же самую инвестицию.

Рыночный приказ (market order) — поручение брокеру от инвестора покупать или продавать по возможной наилучшей цене.

Связанный «пут» (married put) — статус опциона «пут», когда он используется для хеджирования длинной позиции. (Каждый приобретенный опцион «пут» защищает 100 базовых акций, которые имеются в инвестиционном портфеле. Если стоимость акций снижается, стоимость опционов «пут» растет и компенсирует потери.)

Серия (series) — группа опционов с идентичными условиями.

С выигрышем (in the money) — статус опциона «колл», когда рыночная стоимость соответствующей ценной бумаги выше, чем цена исполнения опциона, или статус опциона «пут», когда рыночная стоимость соответствующей ценной бумаги ниже, чем цена исполнения опциона.

С проигрышем (out of the money) — статус опциона «колл», когда рыночная стоимость соответствующей ценной бумаги ниже, чем цена исполнения опциона, или статус опциона «пут», когда рыночная стоимость соответствующей ценной бумаги выше, чем цена исполнения опциона.

Спекуляция (speculation) — высоко рискованное использование денег ради получения краткосрочной прибыли, которое подразумевает знание того, что значительные или полные потери являются одним из вероятных исходов. (Покупка опционов «колл» для леведреджа — одна из форм спе-

		КОЛЛ	ПУТ
ЦЕНА АКЦИИ	59	опцион с выигрышем	
	58		
	57		
	56		
	55		
	54	цена исполнения	
	53	опцион с выигрышем	
	52		
	51		

Рисунок Г.9. Опцион с выигрышем

		КОЛЛ	ПУТ
ЦЕНА АКЦИИ	59		опцион с проигрышем
	58		
	57		
	56		
	55		
	54	цена исполнения	
	53	опцион с проигрышем	
	52		
	51		

Рисунок Г.10. Опцион с проигрышем

куляций. Покупатель может заработать очень большую прибыль в благоприятный день, а может потерять все сделанные вложения.)

Спрэд (spread) — одновременная покупка и продажа опционов на одни и те же базовые акции, с различными ценами исполнения или датами истечения, или и тем и другим. (Цель построения спреда состоит в повышении потенциальной прибыли и одновременном снижении рисков в случае, если стоимость базовых акций не двигается так, как предполагалось, или в том, чтобы извлечь выгоду из временных движений цен акций.)

Спрэд «бабочка» (butterfly spread) — стратегия, включающая открытие опционов в одном ценовом диапазоне, компенсированное одновременными сделками с более высоким и более низким диапазоном.

Стандартные условия (standardized terms) — то же, что и «условия».

Стоп-приказ (stop order) — поручение от инвестора брокеру покупать по определенной цене или выше нее, или продавать по определенной цене или ниже нее (как только цена достигнута или преодолена, поручение становится рыночным приказом).

Стрэдл (straddle) — одновременная покупка и продажа одного и того же количества опционов «пут» и «колл» с одинаковыми ценами исполнения и датами истечения.

Текущая рыночная стоимость (current market value) — рыночная стоимость акций в каждый момент времени.

Теория случайного блуждания (random walk) — теория рыночного ценообразования, утверждающая, что цены на акции нельзя предугадать, поскольку движения цен носят случайный характер.

Точка безубыточности (переломная цена) (break-even price (point)) — цена базовых акций, при которой опционный инвестор оказывается на границе прибыльной и убыточной зон (для покупателей опционов «колл» эту цену составляет количество пунктов, превышающее цену исполнения на стоимость премии опциона «колл»; для покупателей опционов «пут» эту цену составляет количество пунктов, которое ниже цены исполнения на стоимость премии опциона «пут»).

Удлиняющая замена (roll forward) — замена одного выписанного опциона «колл» другим, с той же ценой исполнения, но более поздней датой истечения срока.

Условия (terms) — характерные признаки, которые описывают опцион, включая цену его исполнения, месяц истечения, тип опциона (колл или «пут»), а также его базовое обеспечение.

Усреднение на падении (average down) — стратегия, включающая покупку акций, когда их рыночная сто-

имость снижается (средняя стоимость акций, купленных таким образом, выше, чем текущая рыночная стоимость, так что часть нереализованных убытков при снижении стоимости акций амортизируется, что позволяет райтерам прикрытых опционов «колл» продавать опционы и получать прибыль даже когда рыночная стоимость акций снижается).

Помесячная покупка 100 акций

<i>Месяц</i>	<i>Цена (долл.)</i>	<i>Усреднение (долл.)</i>
Январь	40	40
Февраль	38	39
Март	36	38
Апрель	34	37
Май	27	35
Июнь	29	34

Рисунок Г.11. Усреднение на падении

Помесячная покупка 100 акций

<i>Месяц</i>	<i>Цена (долл.)</i>	<i>Усреднение (долл.)</i>
Январь	40	40
Февраль	44	42
Март	45	43
Апрель	47	44
Май	54	46
Июнь	52	47

Рисунок Г.12. Усреднение на росте

Усреднение на росте (average up) — стратегия, включающая покупку акций, когда их рыночная стоимость растет (средняя стоимость акций, купленных таким образом,

ниже, чем текущая рыночная стоимость, что позволяет райтерам прикрытых опционов «колл» продавать опционы с выигрышем, когда базис ниже цены исполнения).

Усреднение стоимости (dollar cost averaging) — стратегия покупки акций по фиксированной во времени цене. (Результат — усреднение цены. Если рыночная стоимость акций растет, усредненные издержки всегда ниже текущей рыночной стоимости; если рыночная стоимость акций снижается, усредненные издержки всегда выше текущей рыночной стоимости.)

Уровень поддержки (support level) — цена акций, идентифицирующая самую нижнюю предполагаемую цену торгов при существующих условиях, ниже которой цена акций вряд ли упадет.

Уровень сопротивления (resistance level) — цена акций, идентифицирующая самую высокую предполагаемую цену торгов при существующих условиях, выше которой цена акций вряд ли поднимется.

Фондовое инвестирование (equity investment) — форма инвестиций, при которой приобретает часть собственности, — такая как покупка акций корпорации.

Хедж (хеджирование) (hedge) — стратегия, включающая использование одной позиции для защиты другой (например, акции покупаются в надежде на рост их стоимости, а «пут» покупается на эти же акции для защиты от риска падения рыночной стоимости акций).

Цена исполнения (striking price) — фиксированная оговоренная в контракте цена, которая должна быть уплачена за сто акций, и которая будет уплачена или получена владельцем контракта в случае его исполнения, независимо от текущей рыночной стоимости акций.

Цикл (cycle) — фигура, которую образуют даты истечения опционов на одно и то же базовое обеспечение (три цикла возникают в четырехмесячных интервалах, они описываются с помощью аббревиатуры из названий месяцев: (1) январь, апрель, июль и октябрь — JAJO; (2) февраль, май, август и ноябрь — FMAN; (3) март, июнь, сентябрь и декабрь — MJSD).