

АКТУАЛНИ ИЗМЕРЕНИЯ НА ОПЦИОННАТА ИНДУСТРИЯ

Успоредно с динамичното си разпространение в инвестиционната практика през последните три десетилетия сделките с деривати, в т. ч. и опции, привличат все по-широк кръг изследователи. Достатъчно категорично обяснение за този процес се открива в многостранните инвестиционни приложения на опционните инструменти и множеството въпроси, свързани с опционната индустрия, които провокират научните среди. Интерес представляват насоките за изграждане на нестандартни и екзотични опционни договори; проявленията на срочния и условен характер на опциите при тяхната съвременна търговия; възможностите за по-точно определяне на опционната стойност и развитието на стратегиите, в които тези инструменти изразяват уникалния си инвестиционен потенциал.

1. Относно срочния, деривативния и условния характер на опционните договори

Накратко опциите могат да бъдат определени като инструменти за извършване на срочна условна сделка за покупка или продажба на определен актив. Тук фокусът откроява два логически свързани аспекта:

1. Фундаменталната характеристика за срочност на опционните договори изразява възможността за изпълнение на сделката на или до определена дата.
2. Условността на опционната сделка регламентира правото, но не и задължението на инвеститора с дълга позиция, за нейното изпълнение.

Тези две характеристики определят опциите като условен инструмент, което по индуктивната логика включва срочния аспект - невъзможно е определянето на един инструмент като условен без той да бъде срочен. Обратната зависимост (при дедуктивна посока на разсъжденията) обаче не може да бъде търсена, поради обстоятелството, че условните инструменти са подгрупа на дериватите, които от своя страна са част от срочните инструменти.

Със същностно значение за глобалната характеристика на опционните договори е и фактът, че правата, на които те са носители, се отнасят до сделка с друг инструмент, което представлява категоричен признак¹ за определяне на опциите като деривати.

¹ Често определението на дериватите се ограничава до това условие, което обаче не е достатъчно за тяхната пълната определеност.

Тук се налага заключението, че пълната определеност на една сделка (вкл. и опционна) като деривативен инструмент изисква наличието на носител на правата по тази сделка, както и възможността за неговото самостоятелно търгуване, което означава, че той има и собствена стойност.

Доколкото е необходимо тълкувание за степента на прецизиране от последните две твърдения, то може да бъде допълнено, че: наличието на условна, вкл. и опционна сделка, все още не означава наличието на дериват в смисъла на самостоятелен инструмент (което се допълва с второто твърдение). Това разсъждение, от своя страна, налага ясната диференциация между понятията “сделка” и съответния “инструмент”. Широката употреба на понятието финансов инструмент често се отнася за финансовите сделки. По-прецизната употреба в специализираната проблематика налага разбирането, че финансовите инструменти са носители на правата и задълженията по финансови сделки. Тези инструменти могат да имат както вещна, така и безналична форма.

При определянето на фундаменталните характеристики на опционните инструменти не би трябвало да се пропуска и формата на тяхното съществуване. В съвременната опционна индустрия опционните позиции се регистрират от опционните борси и съответните търговски посредници и съществуват като електронни записвания в клиринговите компании (отдели). Това означава, че при организираната опциона търговия (както и други деривативни инструменти - например фючърсите и суапите и за разлика от базовите инструменти - акции и облигации), опциите нямат физически носител - ценни книжа. Служебни документи - т.нар. фишове (от брокерските карнети), съдържащи минималната първична информация за опционния договор, се използват само при сключването на сделка на борсовия под. Класически договори се използват при нестандартизираните опционни сделки, които не се включват в опционната търговия.

2. Систематика и развитие на елементите от опционния договор

За определянето на опционните инструменти съществено значение има систематиката на елементите, изграждащи опционните договори. Всеки от тях се регламентира от определен брой задължителни елементи, които определят както неговата същност, така и конкретната му идентичност. Съвкупността от тези елементи определя специфичните права и задължения на страните по сделката, които при наличните дългови и капиталови инструменти имат за веществен носител съответните ценни книжа. По отношение на опционните договори, макар и безналични, пакетът от минимално необходими елементи има следното съдържание:

- *вид на опцията;*
- *идентификация на базовия инструмент;*
- *обем на договора;*
- *цена на упражняване;*
- *падеж на опционния договор;*
- *опционна премия (цена на опцията).*

Всеки един от тези елементи има еднакво важно значение за определеността на опционния договор и не може да бъде пропуснат, което и изключва тяхното ранжиране по значимост.

Значението на базовите активи *“underling assets”* е предопределено от същността на деривативните инструменти, която ги поставя в зависимост от първите във всеки момент от срока на тяхната валидност. По отношение на опциите тази зависимост е ярко изразена, като тя се проявява още при ориентацията на инвеститора и решението за останалите елементи на договора преди самото издаване (покупка) на опция. При отчитане на пълната гама от съвременни типове опционни договори и въвеждането на по-детайлни критерии, могат да бъдат обособени три групи активи и финансови инструменти като база за изграждането на опции:

1. *Традиционни финансови и реални активи:*
 - акции;
 - облигации;
 - менителници;
 - чужди валути;
 - борсови стоки.
2. *Деривативни инструменти:*
 - фючърси;
 - опции;
 - суапи.
3. *Финансови инструменти, нямащи характер на активи:*
 - борсови индекси;
 - лихвени проценти.

Систематизирането в тези три основни групи предоставя ясна възможност за диференциране на разнородната същност на базовите инструменти: реални активи - борсово търгуваните стоки; традиционни финансови активи; деривативни инструменти - имащи характер на условни или безусловни финансови активи; и в третата група, но съвсем не на последно място по значение, финансови инструменти - непредставляващи актив. Още тук, на основата на базовите активи, и особено тези от последната група, може да бъде открита категорично спекулативната и хеджингова ориентираност² на опционните договори.

От гледна точка срока на валидност за всички опции, търгувани на дадена борса, е от значение поставянето им в един от трите падежни цикли. Групирането се извършва според базовата акция, с което предварително са определени месеците за падеж по издаване на съответните опции. Тези месеци са разпределени в трите падежни цикъла по следния начин:

- януари, април, юли и октомври.
- февруари, май, август и ноември.
- март, юни, септември и декември.

Въпреки съществуването на четири падежа за всеки клас опции, което представлява наличието на опции с продължителност дванадесет месеца,

² Приоритетната хеджингова и спекулативна приложимост на опциите е предмет на изследване в параграф пети.

котировките на *The Wall Street Journal* покриват само първите три от тях - с падеж до девет месеца. Това е в съответствие с отбелязаното вече обстоятелство, че търгуваните опции са тези с падеж, настъпващ до девет месеца. Подобни факти от развитието на опционната индустрия показват недвусмислената ѝ ориентираност към целите на краткосрочните инвестиционни потребности и приспособеността ѝ най-вече към спекулативните мотиви.

По отношение на обема, обхвата *“contract size”* на стандартните опции е известно, че един традиционен договор се определя с от една опция, базирана върху 100 броя акции или 100 други единици от съответния базов актив. Въпреки унификацията на опционната индустрия обаче съществуват и по-малко популярни договори по-отношение на обема, които също се определят като стандартни. Такъв показателен пример представлява регламентацията на опционните договори, търгувани на ЕОЕ (Европейска опционна борса - Амстердам), които са с обхват от 100 броя опции, всяка от които базирана върху една акция. Това различие може да бъде определено като формално, тъй като от него не произтичат промени в стойността и упражняването на договора и съответно в поведението на инвеститорите. *Обемът на опционния договор по принцип се подразбира като 100 единици от съответната база и не се определя изрично, ако не съществуват други особености.*

Промени в стандартния обем на договора могат да бъдат въведени при следните две официални, но въпреки това редки ситуации, породени от изменения в базовите акции:

- разделяне, роене на акциите *“stock split”*³;
- когато компанията - емитент обяви дивидент в акции.

В първия случай обемът на договора се променя, за да приведе в съответствие договорената цена на упражняване към новата стойност на базовия пакет - реално намаленият капитал, представляван от акция.

При втория случай броят на акциите, обхванати в стандартния договор, се предефинира, за да отрази промяната в капитализацията на компанията. Например, в случай, че емитентът обяви 12% дивидент в акции броят на обема на договора се изменя от 100 на 112 акции. По-старите правила на опционната индустрия, отразяващи тези фактори за състоянието на опционните договори, са дали основание за определянето на последните като *“дивидентно защитени”*. В действителност сега раздаването на дивиденти не води до предефиниране на опционния обхват. На практика, най-вече в първия случай, на инвеститорите с открити позиции по тази опция се издават нови договори, в които е отразен:

- новият брой на акциите (при дивидент в акции);
- или два нови договора за всеки един от старите със запазен обем от 100 акции, но редуцирана цена на упражняване до половината от предишната ѝ стойност (при делене на акциите две за една).

³ Както е известно при този процес се увеличава броят на акциите, без да се променя капиталът на компанията.

Както отбелязва Ченс⁴ обемите на индексните и други типове договори се определят като многочислени, което показва и събирателния състав на базата.

Както и другите елементи на опционния договор, така и цените на упражняване, са преминали през своето развитие до сегашната си определеност в опционната индустрия. При по-ранните извънборсови опционни пазари цените на упражняване обикновено са гравитирали близко до текущата цена на базовата акция, спот цената в момента на издаване на опцията. На организирания опционни пазари, чийто най-типичен и елитен сектор е представен от опционните борси, цените на упражняване са стандартизирани, като тяхното текущо определяне се извършва от специализираните мениджъри на опционните пазари.

Целта на тези стандартно определяни цени на упражняване, предлагани от борсовата организация, е осигуряването на опции, които могат да бъдат търгувани в атрактивни обеми. По принцип цените на упражняване се колебаят около срочната цена на акцията за съответния период. На практика специализираното борсово управление определя за всяка опция три цени на упражняване: една съвпадаща или много близка до срочната цена на съответната базова акция, една леко надвишаваща я, и една малко по-ниска, върху които може да бъде ориентиран инвестиционният избор. Определянето на съответните ценови равнища изисква задълбоченото познаване на целия фондов пазар и състоянието на конкретните базови акции, от чиято променливост е зависим интервалът между ниската и високата цена на упражняване. Обхватът на този интервал отразява и абсолютната пазарна стойност на акциите, като популярно за борсовата организация е следното правило:

- за цена на акциите под \$25 интервалът е \$2,5;
- между \$25 и \$200 той е \$5;
- и при цена над \$200 - \$10.

По отношение на индексните опции интервалите не са така строго дефинирани и най-често са около \$5. Определеният интервал не изключва последващи корекции, като те отговарят на конкретната инвестиционна активност.

При другите елементи беше отбелязана зависимостта им от някои фактори и тук не може да бъде пропуснато влиянието на *раздадените дивиденди в наличност* по базовите акции през периода на опцията. В този смисъл на старите околоборсови опционни пазари опциите са наричани дивидентно защитени⁵, което се изразява в съответната редукция на цената на упражняване, вследствие от раздаването на дивидент. При по-строгата борсова организация подобни чести промени и произтичащите от тях нестандартни цени на упражняване са неприемливи.

Опционната премия представлява цената, която заплаща инвеститорът откриващ дълга позиция, с което получава опционното право; и същевременно цената, на която на къса позиция той поема риска за нейното

⁴ Chance D. M. Options & Futures 1991 2nd ed. by The Dryden Press, Virginia Polytechnic Institute and State University.

⁵ Dividend protected options.

издаване. Този елемент подлежи в най-голяма степен на решение в индивидуалния подход на отделния инвеститор, в сравнение с останалите елементи, при които съществуват по-малко възможности за избор, в резултат от стандартното дефиниране или от регламентацията на мениджърите на опционния пазар (борсовите специалисти). По отношение на опционната премия последните определят *диапазон на вариране и стъпка на минималното кратко изменение*.

Значението на тези два ограничителя трябва да бъде търсено в следните два аспекта от организацията на опционната търговия:

1. Диапазонът на вариране представлява границите от най-ниска и най-висока стойност, по които може да бъде обявена опционната премия и се определя с цел ограничаване на нереалните спекулативни колебания в кратък срок. Движението на опционните цени е обект на постоянно наблюдение от мениджърите на този пазар и при съсредоточаване цените по реализираните договори в близост до която и да е от границите на диапазона, той бива изместван в съответната посока. По принцип това регулиране се извършва ежедневно, но при изразени по-динамични тенденции не е изключено предефиниране в рамките на един борсов ден.

Прилагането на диапазона за вариране на цените не трябва да се разглежда, като нарушение на обективизма и пазарните принципи, тъй като всяка тенденция в изменението на цените се отразява в ценовите равнища, които той обхваща, като същевременно опционният пазар се предпазва от изкуствени сривове.

2. Стъпката на изменение на цената се определя с цел да се създаде реална възможност за съгласуване на търсенето и предлагането. В противен случай на практика различните оферти трудно биха съвпаднали, различавайки се с незначителни стойности (десети или стотни) на опционната премия.

Открояваща се от инвестиционна гледна точка, по отношение на договора, е ниската величина на опционната премия, спрямо размера на паричния поток при упражняване на опцията. Конкретната опционна стойност е функция от пет основни фактора и за нейното точно определяне се прилагат различни техники (те са предмет на изследването в параграф трети). Тук заслужава да бъде отбелязан относителния размер на опционната премия, който най-често представлява от 3 до 5% от стойността на потенциалната сделка (произведението на броя базови акции и цената на упражняване).

Съвкупността от елементи на опционния договор определя неговите същностни характеристики, но същевременно неизчерпаемото многообразие от комбинации на елементите с различни значения, налага въвеждането на признак за идентифицирането на отделните опции. Тази необходимост се предопределя още повече и от потребностите на опционната търговия, което намира израз в т.нар. *групиране на опциите*. За тази цел са въведени следните три категории, които последователно стесняват определеността на опциите: *вид, клас и серия*. Преди да бъде разгледано съдържанието на групиращите категории обаче последователността на изследването изисква определянето на понятието *стил на опциите*.

Както е известно в световната опционна индустрия са се формирали две генерални разновидности опции, съответстващи в голяма степен на специфичната организация на капиталовите пазари на европейския и американски континент. В този смисъл именно се разглеждат двата *стила опции*, съответно: *американски и европейски*. Различието между двата стила договори от формална гледна точка се съдържа единствено във времето за упражняване на опционното право, което при тези от американски стил е регламентирано (както е известно) през цялата продължителност от издаването до падежа на опцията; докато при европейските упражняването е възможно единствено на падежа на опцията. От това различие обаче произтичат редица особености, най-съществените от които са свързани с методите за оценка на опциите и възможностите за управление на съответните позиции. На тази основа значения имат трите групиращи категории.

А/ Видът на опцията се определя от правото което тя представлява. В този смисъл съществуват два опционни вида: кол опции - за покупка; и пут опция - за продажба.

Б/ Опционният клас обхваща всички опции, издадени върху един и същ базов актив (инструмент) и от един вид. Например кол опция за акциите от трета емисия на дружеството "Х". Пут опциите върху същите акции представляват отделен клас, а вече трети клас формират кол опциите върху втора емисия от акциите на същото дружество. Тъй като категорията опционен клас прецизира базовия инструмент, тук трябва да се отбележи, че поставянето на различните емисии от акции на едно дружество, като база за опции от един или различен клас, зависи от правата и стойността на съответните акции. В случаите, в които са налице такива различия, опциите изградени върху тези емисии са в различни класове и обратно.

В/ Опционната серия представлява категорията с най-тесен обхват, с което тя на практика изразява пълната определеност на една опция и необходимите различия от всички останали. Тази серия включва опциите от един клас с еднакви цени на упражняване и еднакви падежи.

На основата на тези групиращи категории опциите от една серия са напълно идентични и следователно взаимозаменяеми. *Върху това необходимо тяхно свойство се гради вторичната и в най-голяма степен борсовата опционна търговия, осигуряваща условия за сделките по закриване на позициите с не настъпил падеж, провеждането на спекулативни и арбитражни стратегии, изграждането и управлението на сложните комбинирани позиции.*

3. Систематика на опционните договори

Същността на опциите, като инструмент за гарантиране на сделките и бързо наложилата се спекулативна функция са основание за тяхното безспорно определяне като финансов инструмент, дори когато базата им е представена от реални активи и следователно сделките сключени с тях се осъществяват извън предела на финансовия пазар. Опциите, базирани върху някои от най-активно търгуваните борсови стоки представляват исторически първия тип опционни договори. Техният сегашен дял обаче в световната

опционна индустрия е незначителен, както и проблемите, свързани с нея не са определящи, а следват развитието на опциите, базирани върху финансови инструменти.

Предвид целите на изследването, за разглеждане на по-сложните и непопулярни типове опционни договори, полезна за общата ориентация би била представата за тяхното позициониране в общата класификация (вж. фиг. 1).

В групата на опциите, базирани върху финансови активи интерес за българската практика представляват опциите върху облигации. Тези върху съкровищни бонове и облигации се популяризират в началото на 80-те години, но при сравнително малък успех. Американската фондова борса (AMEX) е предлагала опции върху съкровищни бонове и облигации, чийто търговски обем е бил твърде нисък. Чикагската опционна борса (ЧОБ) предлага опции върху няколко емисии на съкровищни облигации, но техният обем обхваща далеч по-малко от един процент от общия обем на борсата.

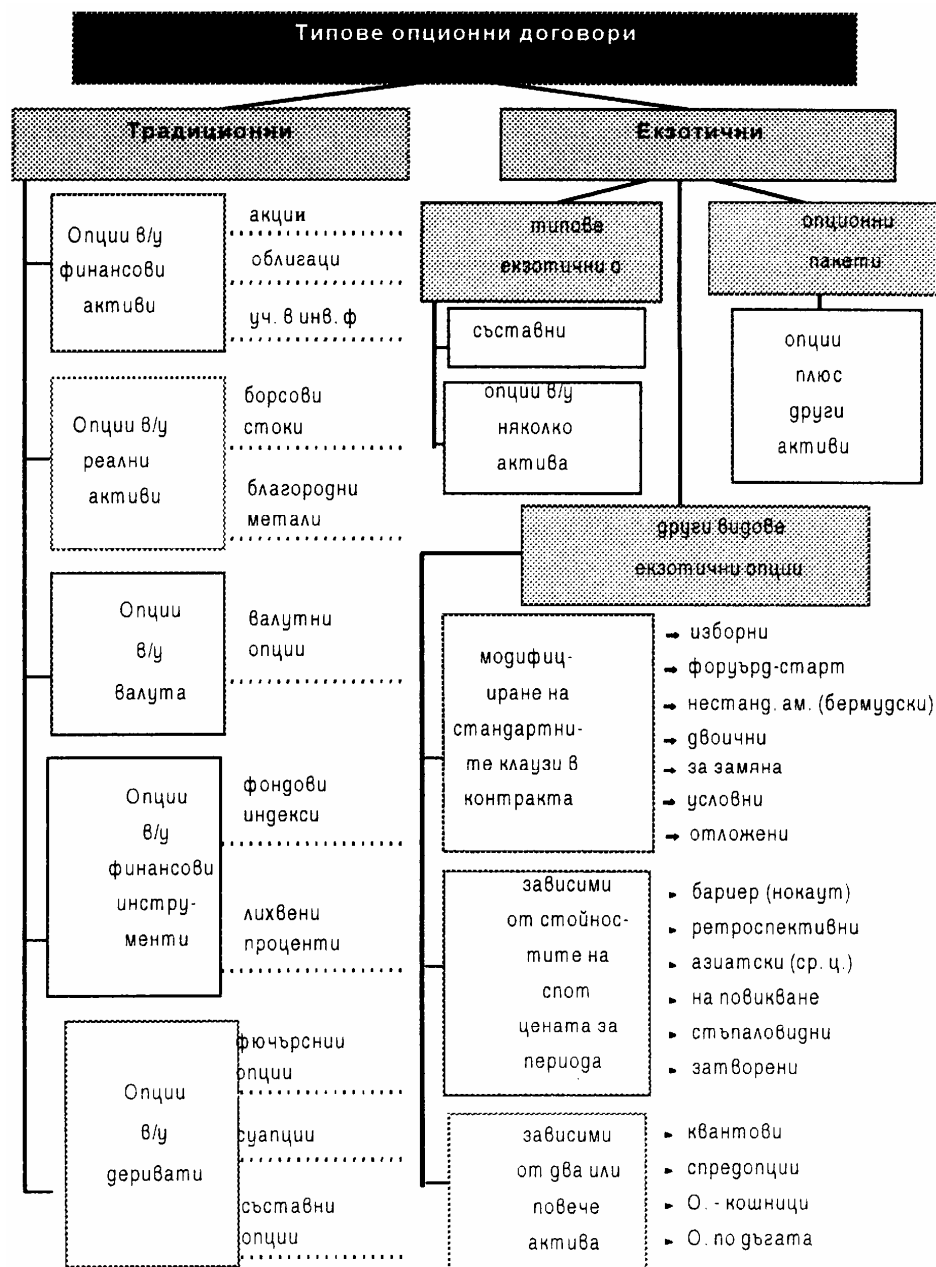
По-слабата популярност⁶ на опциите върху облигации може да бъде обяснена с много по-ниската атрактивност на дълговите инструменти, отражение на:

- равномерно движещите се пазарни цени - от емисията до падежа (особено в сравнение с акциите);
- ниската им зависимост от други фактори;
- твърдата доходност;
- наличието на гаранции и др.

Тези типични за облигациите и съкровищните бонове характеристики на практика ги приближават към потребностите на консервативната инвестиционна нагласа, с което ги отдалечават от спекулативната ориентация. Същевременно подобни инвестиционни показатели до голяма степен изключват необходимостта от гарантиране на сделките с тях чрез опции.

Фигура 1

⁶ При другите типове се изтъкват съответните причини за по-високата им разпространеност.



Въпреки обстоятелството, че облигациите са сравнително непопулярен базов инструмент, тук трябва да бъде отбелязано и мнението,⁷ че се очаква в българските условия развитието именно на облигационни опции.

⁷ Това мнение бе изказано от Камен Колчев (председател на Българска асоциация на лицензираните инвестиционни посредници) на семинар за "Развитието на капиталовия пазар в

Опционните договори, обхванати в групата традиционни опции представляват най-разпространените типове опции, чиято база за изграждане са: основните финансови активи - инструментите за организиране на собствен и заемен капитал; валутите; индикаторите на активността на капиталовите пазари; лихвените проценти; основните борсови стоки. На тази основа може да бъде представена следната класификация.

Валутните опции би трябвало да формират самостоятелна група върху основата на фундаменталното разделяне на активите на: реални, финансови и ликвидни.

В световен план интересът към валутните опции може да бъде обяснен от очакванията за по-чувствителни и динамични промени в курсовете между конвертируемите валути. В значително по-ниска степен, интересът към тях се формира от необходимостта за защита от валутния риск при външната търговия, за което съществуват изрични клаузи в търговските договори,⁸ избягващи транзакционните разходи и ангажираността с опционната търговия.

От особено значение за българската практика е фактът, че именно валутните опции са единствените реално съществували до този момент на българския финансов пазар. Предпоставка за тяхната поява в средата на деветдесетте години беше проявената нестабилност на паричния пазар, динамиката в курса спрямо твърдите валути и чувствителните инфлационни тенденции. Поради недостатъчната степен на развитие на борсовата търговия (въпреки, че тогава у нас съществуваха две фондови борси) и финансовия пазар, това явление остана символично и намери скромно място на извънборсовия пазар. Не по-малко значение имат и субективните фактори- неподготвеност на участниците за тези нови инструменти и липсата на нормативна уредба, която да регламентира сделките с тях.

Необходимостта от диференциране на типовете опционни договори, поставени в групата "Опции върху финансови инструменти, нямащи характер на активи" от опциите, базирани върху финансови активи е породена от обстоятелството, че разглежданите в тази подгрупа базови инструменти не са активи, не могат да бъдат действително търгувани, а представляват единствено символична стойностна база за съответните опции.

Индексните опции се нареждат на второ място по популярност в съвременната опционна индустрия, въпреки по-кратката си история спрямо други типове. Те представляват своеобразен връх в спекулативната същност на опциите, от позицията на базовите инструменти. Главните различия между индексните и акционни опции, вследствие от специфичната база, трябва да бъдат търсени в механизма на упражняване на опцията. При индексните опции разбира се, не се прибегва към освобождаване на кошницата от акции в съответната пропорция на индекса, което би било твърде неудобно и трудно. В тези случаи се прилага алтернативна процедура на упражняване, наречена *кеш сетълмънт (парично изравняване)*. Последната се изразява в заплащане на акумулираната вътрешна стойност на опцията - без доставка

България", организиран от Българска фондова борса - София (23 - 24 април 1999, в Пловдив) и ще бъде коментирано по-нататък.

⁸ Вж. Радков Р. и В. Адамов Валутни и валутни системи, В. Търново, Абагар, 1997.

на базовия актив. По тази система при упражняване на индексна кол опция, положителният паричен поток за купувача, респ. отрицателен за издателя, е с величина равна на разлика между цената на упражняване и равнището на индекса.

Поръчките за упражняване на индексна опция се изпълнява след приключване на борсовия ден. За определяне сумата на изравняване се използват две алтернативни възможности:

- стойността на индекса при затваряне;
- стойността му в момента на постъпване на поръчката за упражняване.

Най-активните индексни опции са върху: *Стандарт енд Пуърс* на Чикагската опционна борса - *CBOE's S&P 100*, следван от *CBOE's S&P 500*, и *Главен пазарен индекс на Американската борса - AMEX's Major Market Index*. Като обяснение за популярността на индексните опции Д. Ченс⁹ изтъква следните две причини:

Първо, системата *кеш сетълмънт*, даваща възможност на инвеститорите да търгуват с опции без да бъдат притежавани, набавяни, приемани или освобождавани базовите акции. Въпреки това, мненията на инвеститорите относно тази система са често противоречиви. Все пак негативните мнения са представени от малка част инвеститори, участващи в срочния пазар с форуърдни сделки (нямащи спекулативни намерения). Освен това много институционални инвеститори държат големи портфейли от акции, формирани чрез пунктиране¹⁰ на индекса, при което те издават опции или продават фючърси срещу (на базата на) тези портфейли. В резултат от спекулативното поведение на доминиращата част от инвеститорите в тези опции, многобройни и едрообемни транзакции на акции се извършват във времето близо до падежа на опциите върху тях. Това предизвиква и повишена променливост на цените на фондовия пазар. Системата *кеш сетълмънт* на фючърсите и индексните опции се смята за причинител на тази променливост, което представлява ярък и не единствен пример за влиянието на опционния пазар върху пазара на съответните базови активи (в случая фондовия).

Втората причина за популярността на индексните опции е, че те са опции върху фондовия пазар в широкия му смисъл. Само на американския пазар съществуват над 700 акции върху които са базирани и се търгуват опции, но малко инвеститори имат възможността да анализират тези многобройни възможности. Повечето от тях предпочитат да разглеждат пазара като цяло и използват специфичните възможности на индексните опции като акт на своите предвиждания.

Първите опции върху лихвени проценти са въведени през 1989 г. на опционния пазар в САЩ. Плащанията относно тях се определят в зависимост от величината на лихвения процент, за разлика от традиционните, зависими от цената на базовия актив и аналогично на индексните опции. От 1996 г. такива *лихвени опции* се търгуват и на ЕОБ - Амстердам, като техния дял е

⁹ Chance D. M. Options & Futures 1991 2nd ed. by The Dryden Press, Virginia Polytechnic Institute and State University.

¹⁰ Поддържане на акциите в портфейла в пропорция, съответстваща на фондовия индекс.

незначителен, поради ниския спекулативен потенциал на базата, както и поради факта, че специфичните параметри на техните договори се регламентират от банковите институции, което допълнително ограничава инвестиционната атрактивност.

Към опциите върху деривативни инструменти се отнасят базираните върху фючърсни и суапови договори опции, които представляват подразновидност на базираните върху финансови инструменти. Категоризирането на фючърсните и суапови опции като деривативни или по-общото - базирани върху финансови инструменти изисква и отчитането на конкретната регламентация на самите базови фючърсни и съответно суапови договори. Поради специфичните особености на деривативните инструменти обаче е съществено конкретизирането на тази група опции, като голяма част от техните договори регламентират и нестандартни елементи, което е повод за отнасянето им вече в групата на екзотичните опции. Доколкото договорите са стандартни тук могат да се разгледат типовете: фючърсни опции, суапции и съставни опции.

Интересното при типа опции върху фючърсни договори произтича от факта, че опционното право се отнася за покупката или продажбата на срочен договор, което на практика представлява кумулиране на срочния ефект. Това не променя същността на опционния договор, но се отразява върху неговата стойност, при което теоретичната стойност отразява равнищата на срочните цени, за разлика от традиционните спот равнища. На тази основа, като подразновидности тук могат да бъдат разгледани четири договора:

- кол върху дълг фючърс;
- пут върху дълг фючърс;
- кол върху къс фючърс;
- пут върху къс фючърс.

Тук трябва да бъде отбелязано, че това са четирите възможности от гледна точка на видовете договори, а от гледище на стратегията по всеки един от тях може да бъде открита дълга и/или къса позиция.

Суапциите представляват опции, чиито базов инструмент са суапови договори. Лорънс Галиц¹¹ посочва като най-популярна форма на суапциите, изградените върху лихвени суапи. Падежът на суапцията фиксира датата до която опцията може да бъде упражнена, при което и двете страни поемат безусловните ангажменти по изградения предварително суапов договор.

Следвайки приетата в това изследване логика за класифициране в групата "опции върху деривати" могат да бъдат отнесени и съставните опции, т.е. опционни договори базирани върху опции, каквото представяне приема и Лорънс Галиц. Тяхната относително ниска популярност обаче може да се разглежда като основен аргумент за поставянето им в групата на екзотичните опции, както ги определят и други автори.

Въведените през последното десетилетие различни опционни продукти, регламентирани от нетрадиционни договори, имат по-сложно определяне на плащания от стандартните европейски и американски опции. В модерната специализирана финансова литература тези опционни договори

¹¹ Галиц Л. Финансов инженеринг, Бургас, Делфин прес, 1994, с. 408.

често се определят като екзотични опции.¹² Резултат от това е и фактът, че повечето екзотични опции се търгуват извънборсово. Те се изграждат от финансовите институции за да отговорят на специфичните потребности на инвестиционния пазар. Понякога такива инструменти се добавят към емисия на облигации, с цел да направят последните по атрактивни за инвеститорите.

При разглеждането на групата екзотични опции за водещи класификационни принципи се приемат: типа - базов актив; начина за определяне на плащанията и други индивидуални особености на договорите.¹³ Категорията типове се налага като определение на разновидностите на опционните договори според базата върху която са изградени. Следващите пунктове в класификацията се основават на този критерий.

Съставните опции представляват опции базирани върху опции, с основните четири вида: *кол върху кол; кол върху пут; пут върху пут; пут върху кол. Съставните опции имат две цени на упражняване и два падежа.*

Опции, съдържащи няколко актива са базирани върху два или повече различно рискови актива. Такава комбинация е например облигации с фючърсен договор. Инвеститорът на къса позиция е поставен пред избора от голямо количество различни облигации при освобождаването. При някои от тези опции, разглеждани от Йохансън и Шулц, интерес представляват и методите за оценяване при които се отчита и общата стойност на активите на издателя.¹⁴

Като втора основна група екзотични опционни договори могат да се разгледат пакетите. Според Дж. Хъл те представляват портфейли, съдържащи стандартни европейски кол опции, стандартни европейски пут опции, форуърдни договори върху наличности и базовите (за опциите) активи.¹⁵ Следователно пакетът може да бъде определен като комбинация от двата типа. За разлика от тях обаче този *опционен договор не представлява опция върху съответните инструменти, а пакет в който опцията се търгува заедно с останалите инструменти.*

Определянето на пакета поставя като необходимо изтъкването на следните съществени характеристики:

- тъй като става въпрос за срочни инструменти, съществена е еднаквата продължителност и падеж на включените в пакета инструменти;
- друг важен белег е невъзможността пакетът да бъде реструктуриран, т.е. той съществува до падежа си със своето съдържанието, с което е изграден - като единен договор.

Тези две характеристики на конструкцията предоставят необходимите и достатъчни критерии за диференцирането на пакетите от финансовите портфейли, като към тях могат да се добавят и

¹² Понятието екзотични опции се въвежда с публикациите на Mark Rubinstein в специализираното списание "RISK" през 1991 и 1992 година, с което се категоризират опциите, базирани върху някои специфични инструменти, или особени начини за формиране на плащанията.

¹³ Описателните страни на договорите тук са възможно минимизирани, за повече подробности по отделни екзотични опции вж. Hull J. Options, Futures and Other Derivative Securities. 2nd ed. 1993.

¹⁴ Johanson H. and R. Stulz The Pricing of Options Under Default Risk, Journal of Finance; Hull J. and A. White, The Impact of Default Risk on the Prices of Options and Other Derivative Securities, 1991.

¹⁵ Hull J. Options, Futures and Other Derivative Securities, 1993 2nd ed, p. 415.

мотивите за изграждане. Фактът, че определящия елемент в пакета са опциите, е основание за разглеждането на пакетите в контекста на опционните договори. В списъка от финансови инструменти на тези пакети не трябва да бъдат пропуснати стандартните европейски пут опции, доколкото *кол-пут паритетът*¹⁶ изразява възможността, първите винаги да бъдат създадени от стандартните европейски кол опции, наличности или базовите активи.¹⁷ По същата логика не би трябвало да се пропуснат и форуърдните договори, тъй като те могат да бъдат създадени от позиция в базовите активи. Често финансовите инвеститори основават инвестиционните си стратегии върху конструирането на *пакет с нулева начална цена*.¹⁸ Този продукт е подобен на фючърс или на суап, който може да доведе до негативни или позитивни плащания. Пример за пакет с нулева стойност е пределният форуърд договор¹⁹.

Последният е известен още като: *обвързване с нулеви разходи (zero-cost collar); форуърдно обвързване*²⁰ (*forward band*); *еластичен форуърд (flexible forward); цилиндрична опция (cylinder option); опционна защита (option fence); мини-макси (Min-Max)*. Той се състои от дълъг форуърд договор, комбиниран с дълга пут позиция и къса кол позиция (вж. фиг. 2). Цената на упражняване се избира така, че стойността на кол опцията да е равна на тази на пут опцията. Докато стойността на форуърдния договор е нула, стойността на целия пакет е също нула.

Съвременната опционна индустрия предлага търгуването в пакет и на комбинации и съставни опционни портфейли. Последните представляват сложни²¹ позиции, изградени с очакванията на конкретна инвестиционна стратегия, сключването (търгуването) на които се извършва с един договор. Логиката на тяхното изграждане отвежда ъгъла на изследването им в обхвата на опционните стратегии.

Фигура 2

Рейндж форуърд договор

¹⁶ Кол-пут паритета е предмет на анализа в част четвърта.

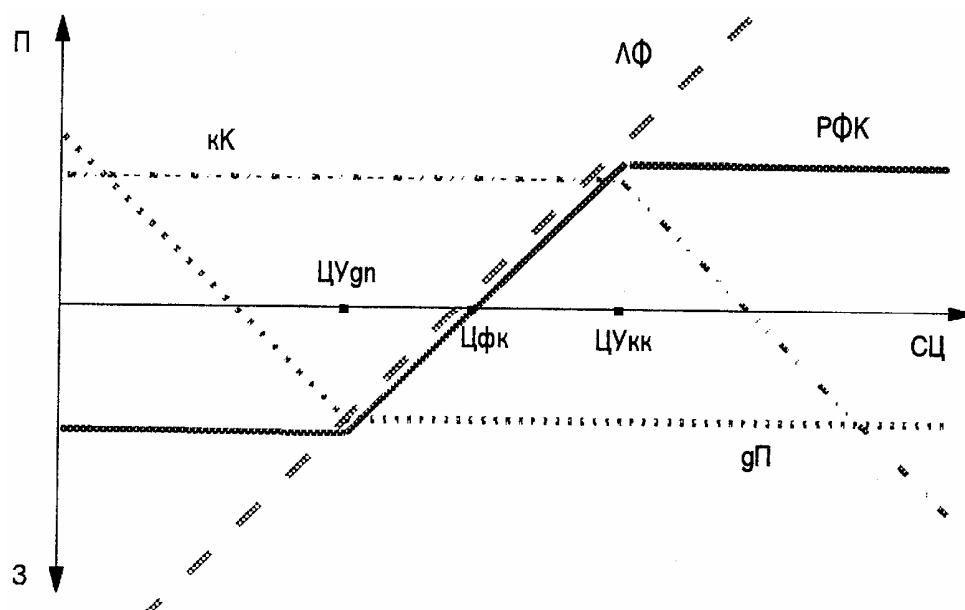
¹⁷ Става въпрос за синтезирането на опции, което е обект на изследване в част четвърта.

¹⁸ initial zero-cost

¹⁹ Преводното понятие интервален форуърд за range forward contract се въвежда в нашата литература от Стоянов С. Фючърси, опции и синтетични ценни книжа. С., Тракия-М, 1999.

²⁰ Българската адаптация на тези понятия е предложена от Ст. н. с., д-р Т. Хубенова-Делисивкова.

²¹ Понятието "сложни" е прието в специализираната практика, като обобщаващо за широк кръг от съвременни позиции, в които се включват десетките разновидности на комбинираните и съставни позиции.



където:

ЛФ е форуърд за покупка;

дП - дълга път позиция;

кК - къса кол позиция;

РФК - комбинираната позиция на рейндж форуърдния договор;

ЦУкк - цената на упражняване на късата кол позиция;

ЦУдп - цената на упражняване на дългата път позиция;

Цфк - цената по форуърдния договор.

Третата група екзотични опции представляват нестандартни определения на различни елементи от договора, което означава, че те могат да бъдат поставени като успоредна група на типовете (по отношение на базовите активи) или като подразновидност на някои от тях. Във втория случай многообразието от опционни договори би било практически неограничено, затова тук се групират последователно принципните разновидности, които сами по себе си носят достатъчно познавателна стойност в контекста на тяхното систематизиране.

Позовавайки се на логиката приложена от Лорънс Галиц при категоризирането²² на повечето от следващите разновидности от екзотичните опционни договори, могат да бъдат формулирани следните критерии и съответно подгрупи:

- а) модифициране на стандартните клаузи в договора;
- б) зависими от движението на спот курса през целия период, а не само в деня на упражняване;
- в) многофакторни - при които плащането зависи от няколко актива и/или други фактори.

²² Галиц, Л. Цит. съч., с. 415.

Конкретните видове опционни договори към всяка от посочените подгрупи могат да бъдат проследени в систематичната схема (фиг. 1), а тяхното съдържание е разгледано в различна степен от Хъл, Галиц и Симеонов.²³

Някои автори разглеждат вариантите като разновидност на нестандартните американски опции, издавани от компаниите към техните облигации, за които е валидна възможността за ранно упражняване само през част от живота на опцията, където понякога и цената на упражняване се повишава на няколко периода, от издаването до падежа. Прецизното разглеждане на този вид инструменти дава основание за определянето им като варианти с аналогични характеристики на суап опциите, а не като самостоятелен тип опции.

4. Поглед върху проявлението на отрицателната сročна стойност на опциите

В условията на съвременната опционна индустрия теоретичната²⁴ стойност на опциите придобива все по-голямо значение. Причина за това е информацията, на която тя е носител - относно генезиса на елементите в структурата на опционната премия и пределите на нейното изменение. Теоретичната стойност на опциите е индикатор за отклоненията на фактическата им пазарна цена от обективната, в резултат на което могат да бъдат предприемани все по-актуалните арбитражни сделки. Последните от своя страна водят до бързото уравновесяване на опционния пазар т.е. съвпадане на пазарната опционна премия с теоретичната стойност.

Известно е, че премията на котираните опции се изгражда от два компонента - вътрешна и сročна стойност. В зависимост от времето до падежа на опцията и влиянието на останалите фактори е възможно както едновременно наличие на двата компонента, така и отделното им участие в опционната стойност. Преди да фокусираме анализа върху сročната стойност ще използваме като основа кратък преглед на известната концепция за вътрешната стойност.

Вътрешната стойност *"intrinsic value"* на опцията изразява функцията между: един от задължителните компоненти в опционния договор - цената на упражняване и един от най-важните "външни" фактори - спот цената на базовия инструмент. Видът на опциите - кол или пут, обуславя различната зависимост на тези два елемента при определяне вътрешната стойност на съответните опции. Тази стойност на кол опцията се дефинира като: разлика между текущата спот цена на базовата акция и цената на упражняване, умножена по броя на акциите в договора. Използвайки означенията: S - спот цена на базовата акция; E_C - цена на упражняване на кол опцията; E_P - цена на упражняване на пут опцията, можем да дефинираме вътрешната стойност на кол опцията със следния израз: $(S - E_C)$ при $S > E_C$.

Относно вътрешната стойност на пут опцията логиката на този инструмент изисква превишение на цената на упражняване над спот цената

²³ Симеонов, С. Опциите - договори, пазари, оценяване и стратегии. В. Търново, Абгар 1999.

²⁴ Според специализираната терминология - правилната опционна цена във всеки момент от издаването до падежа на опцията.

на акциите, което съответства на смисъла за упражняване на опцията за продажба - $(E_P - S)$ при $E_P > S$.

Вторият компонент - срочната (времева)²⁵ стойност на опциите се определя още като *добавка към вътрешната стойност*. Както показва това наименование тя представлява допълнителен компонент в опционната премия, който изразява зависимостта на опционната стойност от времето до падежа на опцията. Характерното за тази зависимост е, че при неутрални други условия, срочната стойност на опцията е най-висока в началото при изграждането на опционния договор и с приближаване на падежа тя намалява. Валидността на тази зависимост се проявява по-силно при по-дългосрочните опции, при откриването на които срочната стойност е по-голяма, което е обяснение за тяхната по-висока опционна премия.

Таблица 1

Изменение в структурата на опционната стойност

Месец от издаването	Цена на акцията	Цена на упражняване \$ 45		
		Пълна стойност	Вътрешна стойност	Срочна стойност
1	\$ 45	\$ 3	\$ 0	\$ 3
2	47	5	2	3
3	46	4	1	3
4	46	3	1	2
5	47	4	2	2
6	44	2	0	2
7	46	2	1	1
8	45	1	0	1
9	46	1	1	0

Икономическият смисъл на срочната стойност, като компонент на опционната премия, се изразява във вероятността (очакването на инвеститорите) през периода до падежа на опцията да бъде развита вътрешна стойност, ако такава не съществува в момента или тя да бъде увеличена. Заедно с това, когато опцията е под или по паритета цялата опционна премия се състои от срочната стойност.

Интерес представлява изменението на последната през периода от откриването до падежа на опционния договор. Примерът в таблица 1 ясно показва намалението на срочната стойност с изтичането на опцията, като в деня на падежа, тя се стопява до нула. В момента на падежа опцията се намира в равновесие.²⁶

Ако приемем че, вътрешната и срочната стойност представляват качествено сегментиране на опционните цени, то се появява необходимост от определяне и на количествени измерения на теоретичната стойност на опциите. Елементите в структурата на опционната премия тук вече са основа за фиксирането на възможните предели в изменението на опционните цени.

²⁵ В световната теория и практика с еднакъв успех се използват и двете наименования на този компонент от опционната стойност *"term, time value"*. С оглед на същността на въпроса и особеностите на езиковата семантика тук се предлага аргументация на предпочитанието към понятието "срочна стойност".

²⁶ Определението опция в равновесие изразява състоянието при което цялата опционна премия е равна на вътрешната ѝ стойност и не съществува срочна стойност, Thomsett M.; *Getting started in options*, 2nd ed. 1993.

Добре известен е фактът, че финансовите инструменти не могат да имат отрицателна стойност. Популярно е също разбирането, че пазарната цена на опцията може да бъде равна или по-голяма от нейната вътрешна стойност. Аргументацията на това твърдение се съдържа в определенията на максималната и минимална стойност на опциите.

Действителната пазарна стойност на опциите от американски стил може да бъде както равна така и по-голяма от вътрешната стойност, но не и по-малка от нея. Ако една кол опция се търгува с цена по-ниска от вътрешната и стойност, то упражняването ѝ гарантира безрискова печалба. Това обстоятелство изключва възможността кол премията да бъде по-ниска от вътрешната стойност. Следователно минималната стойност на кол опцията се определя от нейната вътрешна стойност:²⁷

$$AC_{\min} = S - E = V_C$$

$$(S - E_C) \text{ ако } S > E_C; \text{ и нула ако } S \leq E_C.^{28}$$

По същия начин е валидна и зависимостта за минималната стойност на пут опциите: $AP_{\min} = E_P - S = V_P$.

$$(E_P - S) \text{ при } E_P > S; \text{ и нула ако } E_P \leq S.$$

Този израз аргументира твърдението, че минималната стойност на американските опции представлява тяхната вътрешна стойност. Или абсолютното изражение на минималната стойност може да бъде нула и винаги положителна величина, но не по-ниска от вътрешната стойност.

Уточнението за стила на опциите при дефиниране на минималната им стойност има определящо значение. Пропускът на това уточнение би довел до абсурдни противоречия. Тук трябва да бъде подчертано, че отрицателна стойност на времевия компонент от теоретичната стойност, което на практика представлява намаление на вътрешната е възможно единствено при европейските опции. В защита на това твърдение е икономическото тълкувание на срочната стойност, което при отрицателна показва очакването за по-ниска от сегашната вътрешна стойност на падежа на европейските опции - тогава когато те единствено могат да бъдат упражнени.

Малко са световни автори разглеждали въпроса за отрицателната срочна стойност на опциите. В този смисъл особен интерес представлява трактовката на отрицателна величина на времевата стойност от Лорънс Галиц²⁹. Причината за наличието на отрицателна "времева" стойност при европейските опции Л. Галиц свързва единствено с противоречивото действие на времевата стойност на парите³⁰ върху срочните инструменти за продажба. *От което следва, че такава би могло да се търси единствено при пут опциите.* В действителност времевата стойност на парите е само единият и то по-незначителен компонент от срочната стойност на опциите.

²⁷ Твърдението се основава главно на Thomsett Michael C.; Getting started in options, 2nd ed. 1993. Онагледяващите ги изрази са модифицирани и използват символите приети в контекста на цялото изложение.

²⁸ Където: $AC_{\min}$ - минимална стойност на американска кол опция; $AP_{\min}$ - минимална стойност на американска пут опция; V_C - вътрешна стойност на кол опцията; V_P - вътрешна стойност на пут опцията.

²⁹ Галиц, Л. Цит. съч., с. 342.

³⁰ За проявлението на факторите вж Симеонов, С. Цит съч, Търново, Абагар 1999.

Съвкупната величина на времевата стойност на опциите - тяхната срочна стойност, се формира в доминираща степен от вероятността за проявление на фактора променливост на спот курса на базовия инструмент.

На тази основа минималната стойност на европейските опции може да бъде дефинирана като нула. Случаите при които фактичната пазарна цена на опциите е по-ниска от вътрешната им стойност показват наличието на отрицателна срочна стойност, която се изразява в тяхната разлика.

Горният предел - абсолютната максимална стойност на кол опцията по всяко време се ограничава до пазарната стойност на базовата акция в съответния момент. Кол опцията, даваща възможност на нейния притежател да купи по цената на упражняване, има смисъл за упражняване и следователно някаква стойност само ако базовата акция не може да бъде закупена по-евтино от фондовия спот пазар. Ако базовата акция може да се купи от спот пазара за \$60 инвеститорът не би платил тази цена за кол опцията, в случай че цената на упражняване е положителна величина.³¹

Аналогичните разсъждения относно пут опциите определят като горна граница на стойността ѝ нейната цена на упражняване. Максималната цена която би платил всеки инвеститор за пут опцията е стойността, която ще се получи от продажбата на акциите, намалена с транзакционните разходи плюс минимална печалба. *Такава горна граница е цената на упражняване за съответната опция и тя ще бъде достигната само в случай на пълна обезценка на базовия инструмент.*

Това разсъждение за максималната цена на пут опцията може да бъде аргументирано и с извеждането му от математическото представяне на пут премията.

$$P_{\max} = E_p - S = E_p \quad \text{при } S = 0;$$

$$\text{и } P < E \quad \text{ако } S \neq 0.$$

$$\Rightarrow E_p > P \nless Vi_P, \text{ а } Vi_P = (E_p - S) \text{ или}$$

$$E_p > P \nless (E_p - S).$$

Тези аргументи прецизират и реалността, в която опционните цени дори и да клонят към горните си граници - спот курса на базовата акция (за кол), респ. цената на упражняване (за пут), на практика не могат да бъдат достигнати.

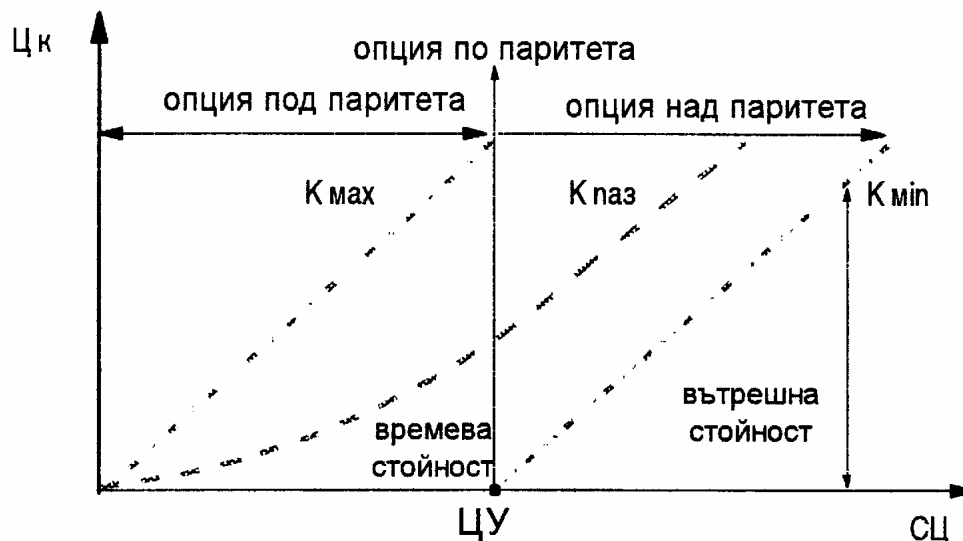
Визуална представа за пределите на опционните стойности (минималната и максимална стойност) и движението на опционната цена в тях, както и участието на компонентите - вътрешна и срочна стойността, предоставят фигури 3 и 4.³²

Фигура 3

Структура и граници на кол премията

³¹ Тези разсъждения се основават на Thomsett, M. Getting started in options, 1993, 2nd ed.

³² Графичната трактовка се основава на Black Fisher and Scholes Miren; The pricing of options and corporate liabilities, 1961. Strategic Issues in finance, Keith Ward 1994. Стр. 286.
Където: Цк е цената на кол опцията; Цп - цената на пут опцията; СЦ - спот цената на базовия инструмент; Кmin - минималната възможна стойност на кол опцията; Кmax - максималната възможна стойност на кол опцията; Кпаз - пазарния курс, цена на кол опцията.



От фиг. 4 могат да бъдат проследени: обратнопропорционалното изменение на път премията спрямо спот цената на базовата акция; изменението на вътрешната стойност - като долна граница на премията; предела на срочната стойност и остатъка от потенциалната премия - до максималната стойност на път опцията.

В заключение може да бъде обобщено, че при всяко равнище на спот курса на акцията (както и на останалите фактори), действителните стойности на кол и път опциите се намират в границите между така дефинираните максимални предели (цената на упражняване и курса на базовия инструмент) и минимални стойности (вътрешната стойност).

Тук не са обект на изследване моделите за точното определяне на конкретната опционна премия, изразяваща се в теоретичната стойност.³³ Различните модели се позовават в различна степен на математическия, статистически, вероятностен и графичен инструментариум. На основата на използваната методология, моделите с приложение при оценяването на опции могат да бъдат систематизирани в следните групи:³⁴

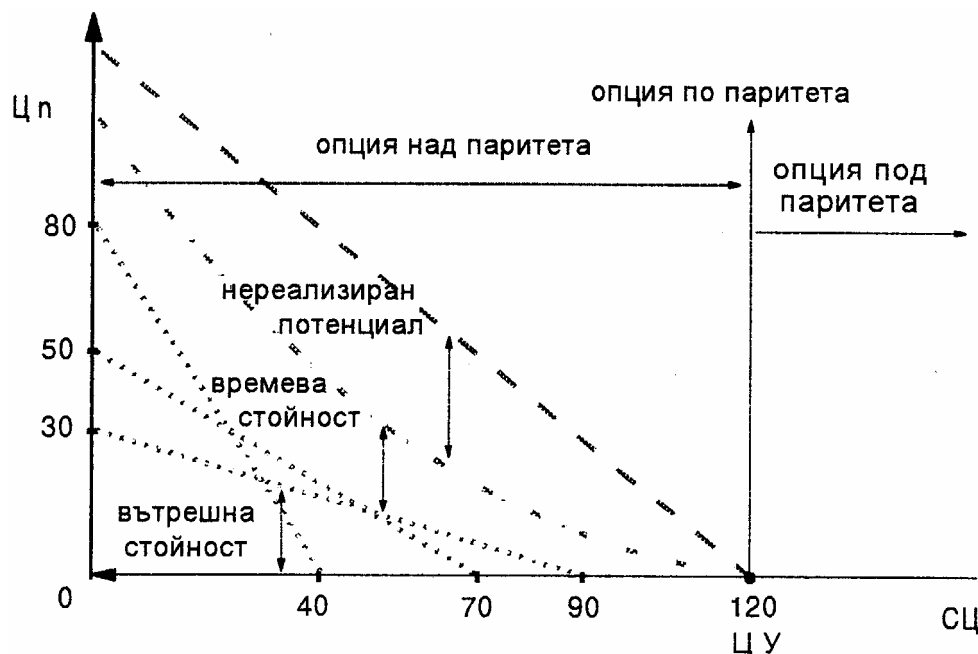
- математически (Биномен; приложение на симулацията Монте Карло);
- иконометрични (John Shelton, Kassouf);
- вероятностни (Util-prob - Sprenkle, Samuelson u Merton; Black-Sholes; Gastineau-Madansky);
- графични (Dadekian; Sprenkle, Samuelson u Merton; Shelton; Kassouf; Gastineau-Madansky).

Фигура 4

³³ За подробната систематика и приложението на моделите вж Симеонов, С. Цит. съч.

³⁴ Представянето на различните модели в някои от тези групи може да бъде проследено в Gastineau, G. The Options Manual, New York, Salomon Brothers Inc., third ed. p.171-202.

Структура и граници на път премията



5. Актуални измерения на опционните стратегии

Преди коментара на различните аспекти на опционните стратегии е необходимо дефинирането на тази категория.

Инвестиционната стратегия може да бъде представена, като конкретна позиция в определен инструмент или комбинация от позиции в няколко инструмента, отговарящи на фундаменталните инвестиционни мотиви и определени очаквания за съотношението риск-доходност при конкретна оценка на инвестиционната среда.

В допълнение към това, опционните стратегии представляват позиции от опции, отговарящи на очакванията за бърза и висока норма на възвръщаемост и висок риск или гарантиране на определена възвръщаемост при минимален инвестиционен разход, реализируеми при ефективно функциониране на финансовите пазари.

Една от основните характеристики на опциите, обосноваващи тяхната привлекателност за провеждане на спекулативни операции се съдържа в ограничения риск при дългите позиции. Изложеността на риск е ограничена до размера на премията на опционния договор, а потенциалът на печалбата е неограничен, аналогично на преките фючърсни сделки.³⁵ По принцип последните се осъществяват на неустойчив пазар с широк диапазон на ценовите колебания, но при статичност на фондовите пазари, очевидно печалба не носят нито дългите, нито късите фючърсни позиции. В тези случаи, когато няма потенциал за печалба от безусловните сделки и тези с

³⁵ Зависимостта е валидна за елементарните опционни сделки.

базови активи, стават актуални единствено условните сделки, които предлагат богата палитра от опционни стратегии за неограничен кръг от инвестиционни потребности. Съществуват дори опционни стратегии, осигуряващи вариант за доход при невъзможност за точно прогнозиране на пазарния курс. Пълноценната употреба на опционните инструменти в последните години поставя акцента върху изграждането на комбинирани, съставни и синтетични позиции, които общо биват определяни като авангардни.

Последните разсъждения поставят необходимостта от разглеждането на опционните стратегии през призмата на различните инвестиционни мотиви. Както и при всички други финансови инструменти, тези мотиви изразяват търсеното съотношение риск-доходност. В сферата на финансовата активност са известни четири инвестиционни мотива (извличане на капиталов доход, спекулиране, арбитражиране и хеджиране), които заедно с оценката на инвестиционната среда определят глобалната насока за изграждане на конкретна стратегия.

Мотивите за инвестирането в традиционните финансови активи се свързват най-често с очакванията за капитализация и паричен доход от дивидент³⁶ или лихви, докато евентуалните спекулативни аспекти остават на второстепенна позиция. При определянето на мотивите за сключване на опционните сделки обаче, с приоритетно значение се очертават другите три мотива. *Отчитането на следните специфични опционни характеристики:*

- отсъствието на всякакъв пряк последващ доход от опциите;
- наличието на първоначален доход по късите позиции и съпътстващият го риск;
- възможностите за динамична промяна на опционната цена и зависимостта ѝ от тази на базовия инструмент;
- възможностите за покриване на открити позиции в базовите активи,

поставя като доминиращи при сключването на опционните сделки спекулативните, арбитражните и хеджинговите мотиви.

По отношение на спекулативните опционни мотиви и произтичащите от тях инвестиционни стратегии могат да бъдат изтъкнати следните главни аспекти:

1. Традиционните спекулативни стратегии се състоят от покупки или продажби на кол или пут опции, непокрити с позиции от базовите активи.
2. Участниците в елементарни покупки или продажби на акции придобиват възможност за провеждането и на по-сериозни стратегии, чрез изграждането на съставни, комбинирани и синтетични опционни позиции, чрез които доход може да бъде реализиран при всяка една ситуация на динамичната и неопределена пазарна конюнктура.
3. Откритите дълги и къси опционни позиции могат динамично да бъдат трансформирани и закривани, благодарение организа-

³⁶ За видовете доходи от финансовите инвестиции вж. Пътев, Пл. Управление на портфейла. В. Търново, Абагар, 1996, с. 26.

- цията на борсовия опционен пазар.
4. При потвърждение на инвеститорските прогнози, както и в действителност, възвръщаемостта обективно надвишава доходността която може да се постигне, чрез традиционните инвестиционни подходи основани на базовите активи.
 5. От позициите на инвестиционния мениджмънт като спекулативни се определят инвестициите с висока степен на несигурност. *Този факт не може да бъде пропуснат в контекста на сегашния анализ, но по отношение на опционните инвестиции бодобна несигурност е не само умишлено търсена и съзнателно приемана, а и произтичаща от нея риск предполага многоизмерни подходи на управление.*

Във връзка с открояването на специфичните характеристики на инвестициите в опции, спрямо традиционните финансови инвестиции, интерес представляват сравнителните аспекти при четири различни ситуации (табл. 2). На фона на представения в таблица 2 паралел се откроява изводът, че инвестицията чрез опции има изразено спекулативен характер, дори и в случаите на елементарна дълга покрита кол позиция. *Това твърдение е аргументирано от ясно изразените завишени величини на печалбата и специфични равнища на риска за краткия период на опцията, спрямо дългата позиция по базовия актив.*

Пазарните очаквания за чувствително колебание на курса на съответния инструмент дават основа за провеждането на една от двете спекулативни стратегии - на повишение или понижение. Голяма част от авангардните комбинирани опционни стратегии предоставят възможност за печалба и в случаите на несигурност (невъзможност за предвиждане) - за посоката на отклонение (страдл, странгл, кондор, бътърфлай).

В контекста на тази разработка вниманието е фокусирано върху непопулярните и нови стратегии (като стрип и страп странгл)³⁷ и някои по-сложни по-малко анализирани позиции (като бокс спред).

Таблица 2

Паралел между инвестиционните стратегии

Фактори	Резултати	
	дълга позиция покрита кол опция	дълга позиция по базовата акция
акцията поскъпва над цената на упражняване	<i>опцията е над паритета; печалбата се мултиплицира, а величината ѝ се определя от Ц.У. и О.П.</i>	<i>отчита се капиталова печалба и акцията може да бъде продадена спекулативно</i>
акцията остава на (или близо до) цената на упражняване	<i>временната стойност намалява; опцията може да бъде закрыта без печалба или оставена да изтече губеща</i>	<i>без печалба или загуба до продажбата</i>
акцията поевтинява под паритета	<i>загуба от опционната премия; опцията се закрива или изтича</i>	<i>загуба пропорционална на конкретната обезценка на</i>

³⁷ Тук предлагаме стратегиите "стрип странгл" и "страп странгл", като демонстрация на някои, търсени от автора, възможности за развитие на опционните стратегии.

	губеща	акцията
изплащане на дивиденди	печалба в следствие стабилността на акцията ³⁸	печалба в следствие стабилността на акцията

Стратегиите *страп странгл* представляват вариант на странгл, съдържащ и принципите на разновидността *страп*. Техните конструкции модифицират симетричната конструкция на странгл в несиметрична с доминиращи кол позиции. *Двете разновидности конкретни стратегии отговарят на превесът в очакванията за промени в активността на пазара бул.*

Комбинираната стратегия дълг страп странгл може да бъде приложена адекватно в условията на спокоен пазар със слаба променливост и прогноза за чувствително повишение на колебанията с лек превес на очакванията за повишение на базовата спот цена. Съставната позиция включва елементите: две дълги кол от една серия (те. дублирана кол) и една дълга пут с по-ниска цена на упражняване, като и трите опции са с еднакъв падеж (вж. фиг. 5).

Диапазонът между двете цени на упражняване съответства на границите на колебание до момента на изграждане и представлява секторът на загубата. Неговата величина е в обратна зависимост спрямо разходните потоци за изграждането на позицията и вероятността за приключването ѝ с печалба. Резултатите при спот курс над по-високата цена на упражняване (тази на кол позицията) са с удвоена печалба спрямо, стойностите под цената на упражняване по дългата пут.

Стратегията е най-подходяща за условия на сравнително неспокоен пазар с лек превес на повишение с прогноза за стабилност в периода на опциите. Късият страп странгл се изгражда от комбинирана къса позиция с две кол и една пут опция с по-ниска цена на упражняване (фиг. 6). По този начин се максимизира положителния паричен поток, паралелно с поетия риск за прекратяване на слабата тенденция към повишение.

Двете стратегии в подгрупата *стрип странгл* представляват разновидност на комбинираните странгл, с приложение на принципите на стрип. Кое то се изразява в нарушаване на симетрията чрез увеличаване на наклона от ляво, т.е. мултиплициране на ефекта от пут позицията, в следствие на промени в *пут пазара*.³⁹

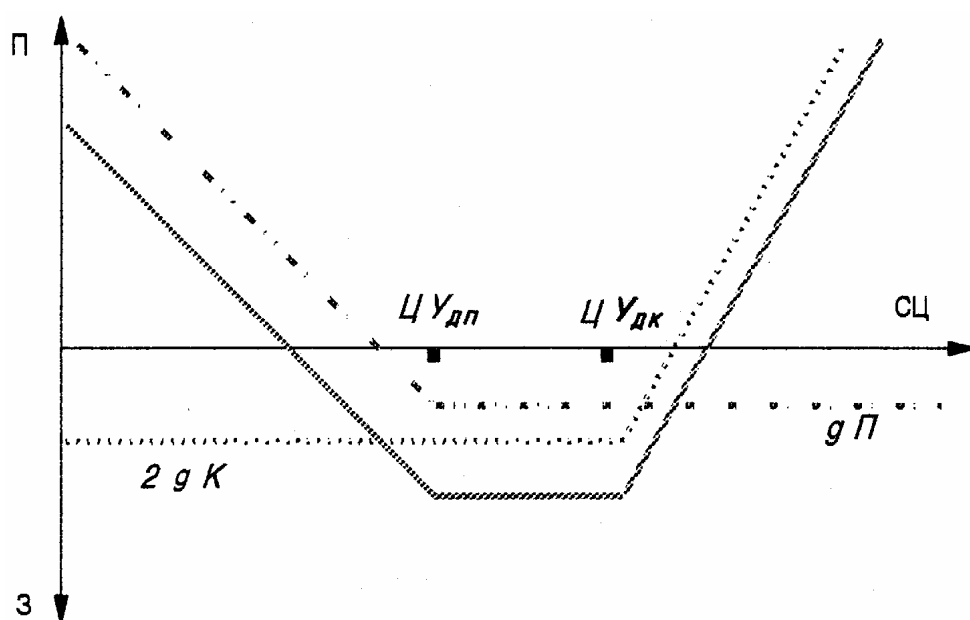
Стратегията *дълг стрип странгл* е най-адекватна за условия на сравнително спокоен пазар с прогноза за дестабилизиране до падежа на опциите и лек превес на очакването за понижени е. Комбинираната позиция се изгражда от следните елементи: дълга дублирана пут (две пут от една серия) и дълга кол с по-висока цена на упражняване, като и трите опции са с еднакви падежи и срок (фиг. 7). Тук ефекта на лоста се проявява по отношение на печалбата в сектора под centa на упражняване по пут позицията.

Фигура 5

³⁸ Влиянието на този фактор не е еднозначно, различните му аспекти се разгледат по-подробно в посочения по-горе (Симеонов, С. Цит. съч.).

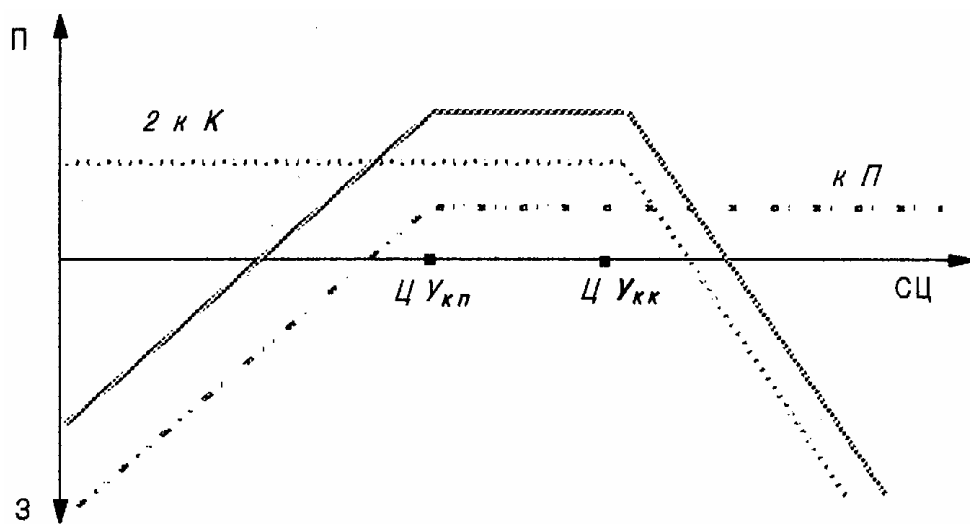
³⁹ "Put market" - в специализираната терминология със значение на "пазар на понижени е".

Дълъг страп странгл



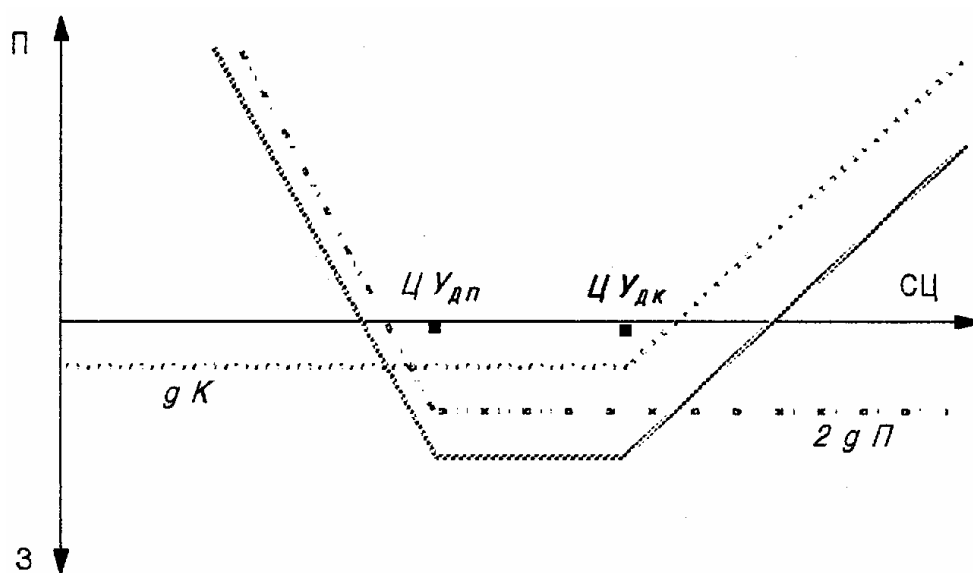
Фигура 6

Къс страп странгл



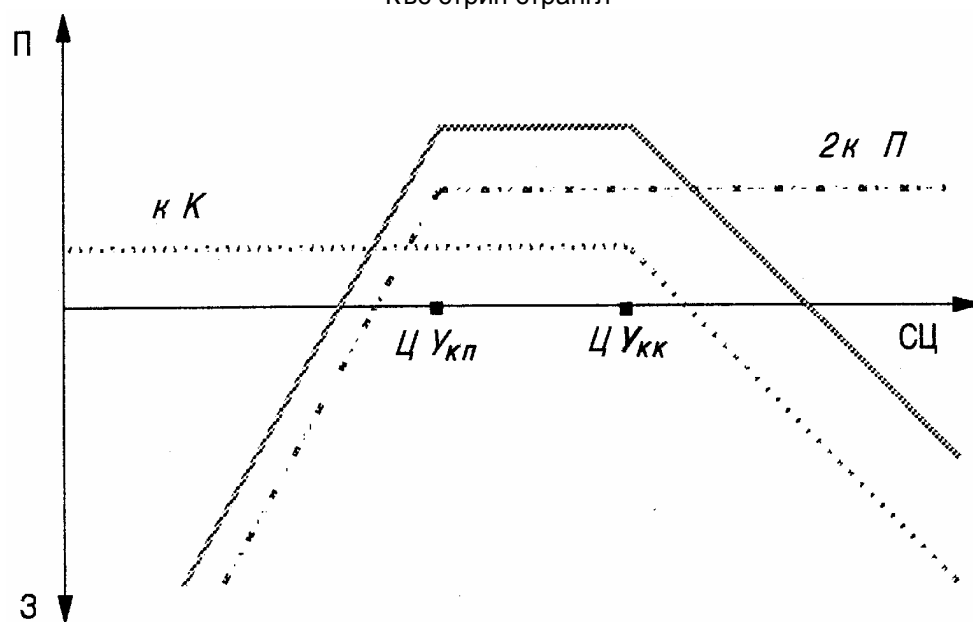
Фигура 7

Дълъг стрип странгл



Фигура 8

Къс стрип странгл

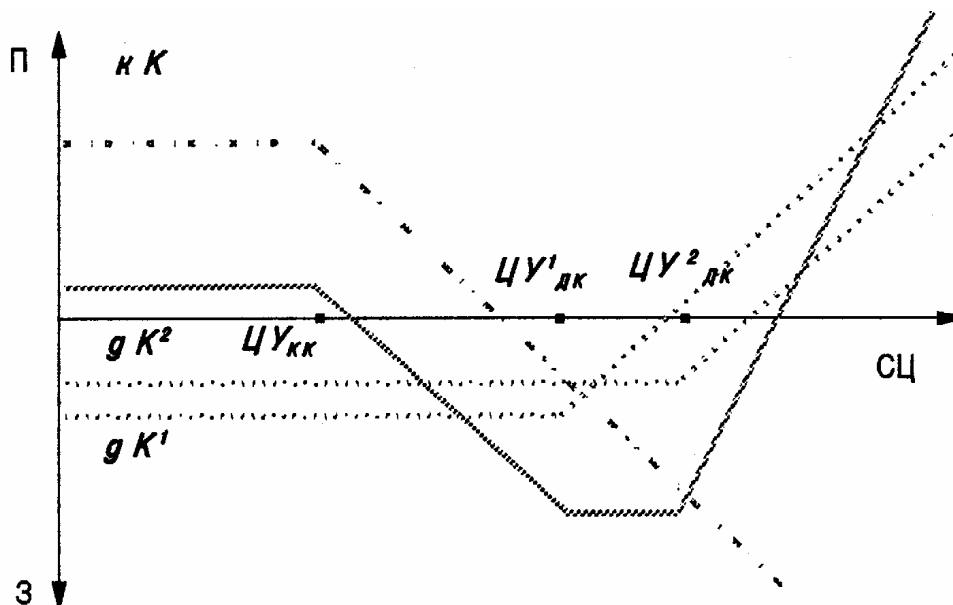


Интерес представляват и някои съставни стратегии, като променливите спредове. Като пример да разгледаме *променливия кол спред*. Последния намира приложение в условия на обща пазарна нестабилност, съпътствана от тенденция към повишение на цената. При тази ситуация подходящата стратегия *отразява реалната възможност и за рязко понижение на цената*. Позицията се формира от: дълбока вътрешна къса кол с ниска цена на упражняване, съчетана с; няколко пазарни или външни дълги кол с по-високи цени на упражняване, с еднакви падежи и продължителност (фиг. 9).

1. Покриване на разходите от покупките на кол опции с продадената дълбока кол и минимална печалба още с *изграждане на позицията*;

2. При „неочаквано“ понижение - под цената на упражняване остава същата печалба и риск не съществува;
3. При повишение на спот цената, доходите от дългите кол нарастват по-бързо поради ефекта на лоста⁴⁰, като компенсират и надхвърлят загубата от късата кол;

Променлив кол спред



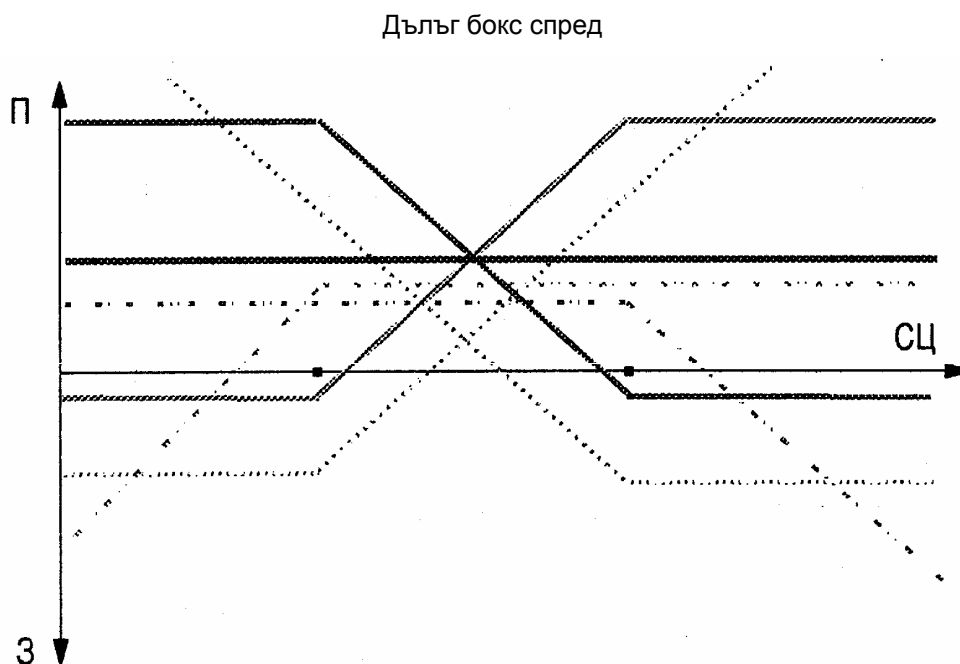
84

При спот цена в интервала между цената на упражняване по късата кол и тези по дългите, остава риска от задължението по късата кол - загуба от евтина продажба, която се ограничава с достигане на най-ниската цена на упражняване по дългите кол и с всяка следваща намалява.

Поради зависимостта на резултата при разгледаните позиции от трудно предвидимото състояние на опционния пазар и това на съответния базов инструмент, тези стратегии се определят като спекулативни.

Успоредно с коментара върху съставните и комбинирани стратегии особен интерес за тяхното приложение в условията на съвременната опционна индустрия представлява и един по-специален момент, свързан с възможностите за тяхното изграждане. Става въпрос за *утвърдилата се, в последните години, на опционните борси практика за откриване и търгуване на комбинирани и съставни позиции в пакет - като единен договор* (например покупка, респ. издаване на къс страдл). Това означава, че вместо отделното откриване на всяка от основните позиции за изграждане на комбинирана или съставна позиция, опционните спекуланти могат да постигнат същия резултат директно - само чрез една сделка. Всичко това представлява още един категоричен показател за равнището на развитие на опционната търговия и възможностите, които създава нейната организация, за провеждането на спекулативни стратегии.

Фигура 10



При провеждането на опционна стратегия чрез търгуване на пакети - комбинации могат да бъдат открити следните предимства за инвеститорите:

- съкращава се времето за изграждане на комбинирани и съставни позиции;
- спестяват се енергия и транзакционни разходи;
- интензифицира се допълнително опционната търговия;
- подобряват се ликвидността и глобалните условия на опционния пазар.

Категорията *комбинирани спред* е представител на комбинираните позиции (т.е. изградени едновременно от кол и пут опции), тя заедно с това продължава принципа на отклонението - спред. Комбинираната стратегия *бокс спред "box spread"* може да бъде разгледана, като комбиниране на двете съставни спред стратегии - бул и беар. При това от двата противоположни резултата се *формира равен резултат на печалбата, респ. загуба при всички стойности на спот цената*. Резултатите от съставните позиции са реципрочни за всяко едно равнище на спот цената с изключение на една точка, в която се пресичат техните линии и това е равнището на съвкупния резултат.

Позицията *дълга бокс спред "long box spread"* или просто *бокс спред* е комбинация от две вертикални съставни стратегии - *бул кол спред* и *беар пут спред*, която комбинация представлява на практика безрискова стратегия.⁴¹

Комбинацията включва четири опции с еднакъв падеж и две различни цени на упражняване, както следва: дълга кол с ниска цена на упражняване; къса кол с по-висока цена на упражняване; дълга пут с висока цена на упражняване, съвпадаща с тази на късата кол; къса пут с ниска цена на упражняване, съвпадаща с тази на дългата кол (фиг. 10). Първите две опции представляват позицията на *бул кол спред*, а вторите - съответно на *беар пут спред*. В следствие от тези равнища на цените на упражняване двете съставни позиции имат равни начални разходни парични потоци, а чистия разходен паричен поток при изграждането на бокс спред представлява тяхната сума. Ченс представя размер на печалбата по следния начин.⁴²

$$\Pi = \text{Max}(0, S_T - E_1) - C_1 - \text{Max}(0, S_T - E_2) + C_2 + \text{Max}(0, E_2 - S_T) - P_2 - \text{Max}(0, E_1 - S_T) + P_1$$

И тъй като съществуват две цени на упражняване, формиращи три сектора от спот цената резултатът във всеки от тях може да се изрази както следва:

при $S_T \leq E_1 < E_2$

$$\Pi = -C_1 + C_2 + E_2 - S_T - P_2 - E_1 + S_T + P_1 = E_2 - E_1 + C_2 - P_2 + P_1$$

при $E_1 \leq S_T \leq E_2$

$$\Pi = S_T - E_1 - C_1 + C_2 + E_2 - S_T - P_2 + P_1 = E_2 - E_1 - C_1 + C_2 - P_2 + P_1$$

при $E_1 \leq E_2 \leq S_T$

⁴¹ Анализа на тази стратегия е инспирирана от Chance, D. Options & Futures. p. 230.

⁴² Равенствата в тази точка се основават на Don M. Chance "Options & Futures" 2nd ed. 1991 by The Dryden Press, Virginia Polytechnic Institute and State University.

$$\Pi = S_T - E_1 - C_1 + E_2 - S_T + C_2 - P_2 + P_1 = E_2 - E_1 - C_1 + C_2 - P_2 + P_1$$

Тези изрази показват равната стойност на позицията и в трите сектора, с печалба равна на разликата между цените на упражняване, намалена с отрицателното салдо от късите и дълги премии. Подобна величина винаги е положителна, което е достатъчен аргумент за напълно безрисковата позиция.

Не рядко при оценката на опционните позиции се пренебрегва влиянието на времевата стойност на парите. Това е оправдано при отчитането на следните обективни фактори:

1. Стойността на опционните позиции се определя в най-голяма степен от други четири фактора, дискутирани в част втора.

2. Опционните инвестиции се определят като спекулативни и поради изключително краткия си срок, за който рискът от изменение на покупателната способност и лихвения риск не намират реално отражение;

3. При много от опционните стратегии паричните потоци както разходни, така и приходни, са концентрирани в началния момент на откриване на позицията;

4. Значението на първите два фактора, произтичащи от специфичния характер на опциите, се подсилва и от генерализиращия фактор на средата, а именно: икономиките с развит капиталов пазар, до равнището за организиране на опционен са с годишно инфлационно равнище под 5% от десетилетия.

След казаното дотук за стратегията бокс спред внимание заслужава и аспекта от изследванията на Billingsley и Shence (1985), Shence (1987) и Ronn (1989), изтъкващи високите транзакционни разходи при изграждането на тази позиция.

В контекста на отбелязания преди тази стратегия аспект за търгуване в пакет на голяма част от комбинираните стратегии, тук трябва изрично да бъде подчертано, че това не важи за бокс спреда. Причината е в абсурдността на реципрочната (къса) позиция и оттам невъзможността за изграждането на бокс спреда в пакет.

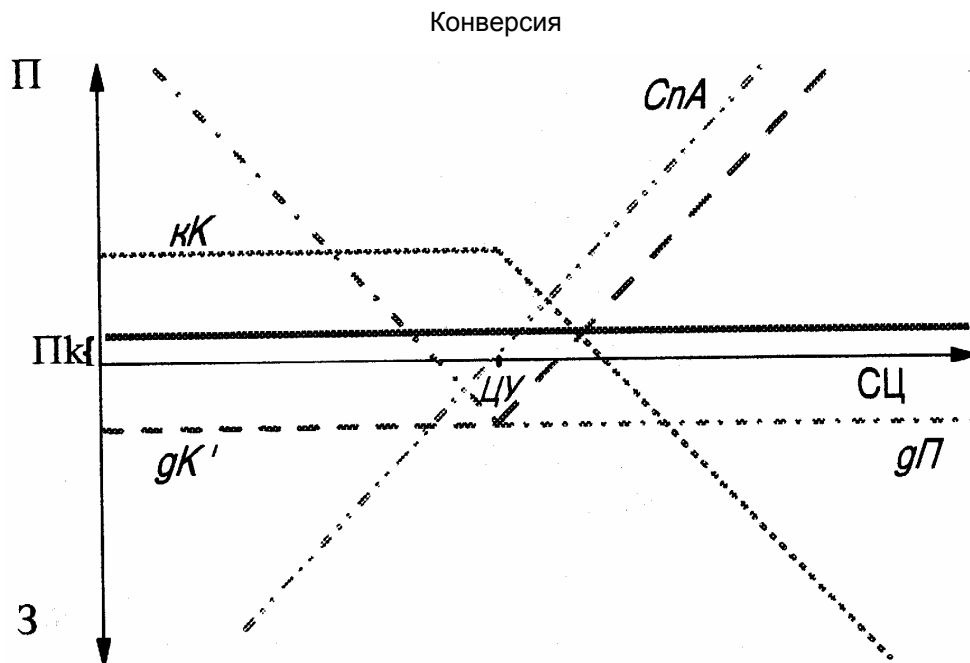
На съвременните капиталови пазари съществуват разнообразни принципни възможности за реализирането на доход при различни очаквания, различен риск и инвестиционни разходи. Високата степен на организираност, ликвидността и динамиката на борсовата търговия са част от условията, допринасящи за провеждането на арбитражни сделки, популярни с общото название "арбитражи". Широката употреба на понятието арбитраж се свързва изобщо със сделките на капиталовите пазари и най-вече с борсовите сделки, обект на които са различни финансови и валутни инструменти; по-тясното тълкувание на арбитража включва две срещуположни сделки със съответния актив в един момент, по различна цена и на различни пазари, определени от проф. Радков като "пространствен арбитраж".⁴³ Тук трябва да бъде отбелязано, че провеждането на опционни арбитражи има принципно различна основа. Реализирането на арбитражите на опционните пазари става възможно в случаите, когато договорите се оказват надценени или подценени.

⁴³ Радков Р., В. Адамов Валутни и валутни системи, В. Търново, Абагар, 1997. с. 214.

Арбитражният подход в опционната сфера намира израз в извличането на абсолютно безрисков доход, без инвестиционни разходи, от разликата между подценените и надценени инструменти, без зависимост от миналото или бъдещо развитие на цените. Индикатор за арбитражните ниши са прецизните оценки на текущото състояние на инструментите на капиталовия пазар, показващи отклоненията на пазарната им цена от тяхната правилна теоретична стойност. Арбитражите, провеждани чрез опции се основават на зависимостите на кол-пут паритета и се характеризират с поддържане на глобалния коефициент делта на позицията на нулево равнище. В същото време след провеждането на арбитража остава отново възможността за печалба от всяко следващо поведение на уравнивяване на пазара, без понасяне на риск, свързан с колебанията на курса на базовите активи. По този начин борсовите арбитражи дават възможност за толкова по-чести изравнявания, колкото стойността на коефициентът гама на позицията е по-висока. Инвеститорите, залагащи на динамични корекции на опционните позиции трябва да се съобразяват и с транзакционните борсови разходи, които могат да редуцират съществено планираните печалби от арбитража.

Типичен пример за комбинирана позиция на опционен арбитраж е вниманието конверсията и реверсията. Стратегията конверсия представлява съчетание от *покупка на синтетична кол и издаване на действителна кол*, с което се използва неправилната пазарна оценка между кол и пут опциите. Синтетичната позиция конверсия включва елементите: продажба на кол; покупка на пут опция; срочна покупка на актива, като последните два елемента представляват синтетичната дълга кол позиция.

Фигура 11



Съставът на конверсията може да бъде представен и по следния начин: $A + П - K = 0$, при което нулевият резултат на равенството изразява вярната зависимост на кол-пут паритета, която е закономерност за ефективния капиталов пазар. При всеки друг случай на неправилна оценка (подценяване или надценяване) на някой от инструментите се явяват условия за провеждането на арбитраж, $A + П - K = Пч^K$.⁴⁴

За разлика от комбинираните и съставни стратегии, които се основават на спекулативните очаквания, в основата на конверсията е заложен *арбитражът*, при което са валидни следните принципни положения:

- напълно безрискова печалба;
- резултат от моментното несъответствие в спот цените на инструментите;
- поради тази, причина позицията е независима от факторите на опционните цени;
- наличие единствено на положителен паричен поток, т.е. нулеви инвестиционни разходи и инкасиране на печалбата със самото осъществяване на арбитража.

При конверсията условия за провеждането на арбитраж могат да бъдат всяко едно от следните явления:

- надценяването на кол опциите, което е повод за издаването на действителна кол;
- подценяването на пут опциите е повод за покупката на пут с цел изграждането на синтетична кол, по-евтина от действителната;
- подценяването на базовия актив на срочния пазар - с едноточностно значение както цената на пут опциите.

Едновременно сбъждане на два или повече от тези феномени прави условията за провеждането на конверсия още по-категорични, но обикновено това води и до по-бързото им уравнивяване, съответстващо на кол-пут паритета.

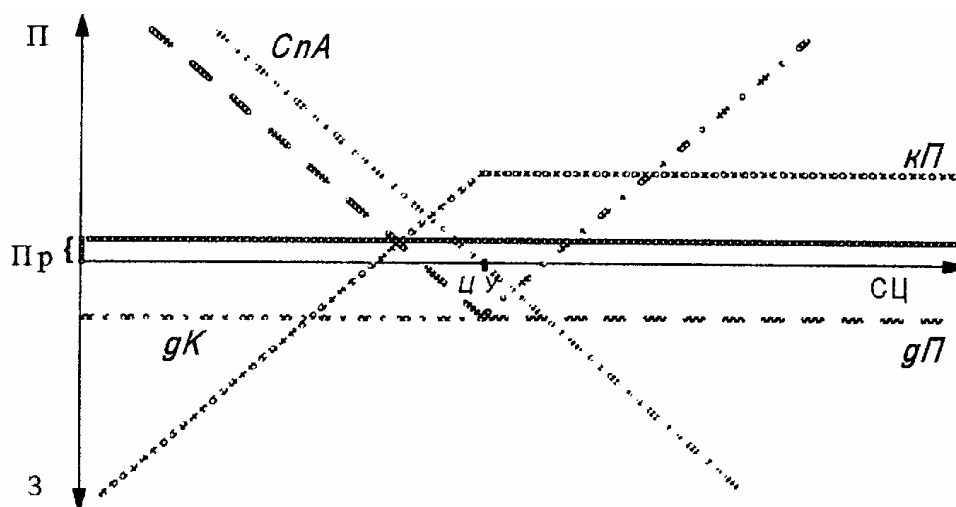
Синтетичната позиция *реверсия reversal* или обратна конверсия "*reverse conversion*" представлява арбитраж с надценена действителна пут и или подценена кол и подценена срочна цена на базовия актив. Реверсията се изгражда от: издаване на действителна пут опция и покупка на синтетична пут опция - чрез къса продажба на актива и покупка на кол (фиг. 12),

$$K - A - П = П' - П = P \quad \text{при } П' < - П.$$

Реверсия

Фигура 12

⁴⁴ Където $Пч^K$ е печалбата резултат от конверсията.



Условия за извършване на арбитраж чрез реверсия и реализиране на печалба се постигат при превишение на цената на действителните пут опции над сумарната цена на синтетичната пут опционна позиция (кол опциите и фючърската продажба). Резултатът от позицията и тук също е независим от промените в спот цената на актива и "влиянieto" на останалите традиционни фактори.

Анализираните възможности за композиране на синтетични опции, синтетични фючърси, синтетични комбинирани опционни стратегии и синтетични хеджингови позиции са изражение на синергитичния портфейлен ефект като функция на кол-пут паритета. Това дава основание за трактовката на синтетичните опционни позиции и като специфични портфейли, подчинени на целите за краткосрочна и спекулативна или арбитражна балансираност.

Хеджирането може да бъде представено, като инвестиционна активност, при която целта за сключването на съответните сделки е защита на дохода от различни (вкл. други активи и най-често вече открити) позиции. В този смисъл същността на класическото хеджиране се изразява в сключването на срочни обратни или компенсиращи сделки, при което се ограничава риска от първоначалната позиция, но паралелно с това се ограничава и възможния доход. Докато елементарният механизъм на хеджиране представлява последователно комбиниране на спот сделка със срочна сделка или две срочни сделки със съответния финансов актив, то по-усъвършенстваните варианти включват защитата на базовите инструменти чрез опции. Комбинирането на два и повече финансови инструмента предполага управлението им от позициите на портфейлната балансираност.

Изграждането на инвестиционен портфейл може да преследва различни глобални цели, като: гарантиране на постоянен доход, капитализация на портфейла, спекулативен доход и всичко това при определена рискова поносимост, разчет на паричните потоци и инвестиционен хоризонт.⁴⁵

⁴⁵ Виждането се базира на разработките от В. Адамов и колектив, в "Инвестиции", Свищов 1995.

Реализирането на тези цели винаги поставя пред портфейлния мениджър необходимостта от решение относно глобалната балансираност на портфейла. Докато последният е съставен от традиционните капиталови и дългови инструменти, целите за изграждането на безрисковия портфейл се постигат върху основата на главните модели за селекция: диверсификацията; теорията на Марковиц; теоремата за прерастване на инвестиционните решения във финансови, разработена от Дж. Тобин; моделът за оценка на капиталовите активи (У. Шарп, Дж. Линтър и Дж. Мозин).⁴⁶

Тържествуването на опционните инструменти на световните капиталови пазари през последните 25 години обаче внася съществени съображения и в портфейлния мениджмънт. Последните са свързани със следните принципни възможности на опциите:

- чрез тях да бъдат покрити дългите позиции в базови активи;
- изграждане на т.нар. портфейлни опционни позиции - комбинирани и съставни;
- уникалното средство за синтезиране⁴⁷ на позиции от срочни договори в базовите активи и реципрочни опции.

На тази основа възможностите за селекция на портфейла, неговата ревизия и динамична реконструкция, в съответствие с модерните разбирания за активен портфейлен мениджмънт се обогатяват и усъвършенстват в аспекта на опционните.

Рационалното управление на финансовите активи по принцип изисква задълбочено следене и правилно отчитане на:

- процесите, протичащи на капиталовите пазари и
- факторите, влияещи върху инвестиционната активност и състоянието на инструментите.

Така финансовите и портфейлните мениджъри прилагат възможностите на опциите за защита на включените в състава на портфейла ценни книжа, от понижение на курсовете им. При този аспект внимание заслужават следните възможности:

Първо. Селективна защита срещу евентуално падане курса на дадена акция, чрез *покупката на пут* опция, базирана върху тази ценна книга. При положение, че курсът на акцията пада тя може да бъде продадена по цената на упражняване по време на цялата продължителност (валидност) на опционния договор (за американския стил опции). По този начин инвеститорите си гарантират капитала, в размер най-близък до цената на базовата акция при сключване на договора. Разходите по такава осигуровка, представени от цената на опционната премия са право пропорционални на:

- цената на упражняване на опцията;
- рискът, изразен във вероятността за приключване на опцията над паритета;
- продължителността (срока) на опцията.

От позицията на инвестиционната практика предимството на тази защита се изразява в ограничаването на евентуалната загуба, без инвеститора да бъде лишен от възможността да реализира печалба в случай

⁴⁶ Вж Мейджин, Д., Л. Тътъл Управление на инвестиционни портфейли.

⁴⁷ Изграждане на "синтетични" опционни договори, според специализираната терминология.

на покачване курса на акцията. На практика обединяването на път опцията с дълга позиция върху базовия актив, представлява *синтезиране на кол опция*. От гледна точка състоянието на позицията, чрез този арбитраж се постига намаляване коефициента делта на позицията, което е толкова по-силно, колкото използваните път-опции са под своя паритет и колкото техния брой е по-голям. В ситуация на тотална защита с нулев делта коефициент, стойността на позицията е независима от развитието на курса на ценната книга и ако пазарът е уравновесен, доходността от тази синтетична позиция ще бъде равна на нула.

Защита на дадена дълга позиция може да бъде постигната и чрез издаване на кол опция върху нея. Логиката на хеджирането с къса кол се състои в дохода от кол премията, който компенсира евентуалната обезценка на базовия актив. Веднага трябва да бъде отбелязано, че това хеджиране не е пълно, поради факта, че премията е ограничена, а потенциалната обезценка е неограничена. Освен това при благоприятно за основната позиция повишение на курса, опцията става реално упражнима, което означава изпълнение на задължението за доставка на базовите активи, т.е. лишаване от потенциалната печалба.

Второ. Благодарение на възможността, за глобално покриване на портфейла от ценни книжа чрез опциите, обикновено е нерационално индивидуалното гарантиране (с помощта на акционни път опции) за всички ценни книжа, които композират портфейла. Подобен подход обикновено се оказва безполезен по отношение на специфичните рискове на акциите, които са вече елиминирани чрез една добра диверсификация. Във връзка с това за предпочитане е да се покрие глобално портфейла чрез покупка на път опции, базирани върху борсов индекс, каквато практика днес съществува на повечето от големите финансови пазари. Това се отнася за тази част от случаите, в които инвеститорите избират т.нар. *пазарен портфейл*, еквивалентен на съдържанието и пропорцията в извадката на борсов индекс. Развитият инвестиционен подход, произведен на този, намира изражение в спекулативната търговия с непокрити индексни опции. В крайна сметка степента на защита, покритие, на позицията зависи и от *хеджинговия коефициент*, изразяващ количеството опции спрямо броя на базовите активи. На следващо място, с не по-малко значение, са и *хеджинговите параметри*,⁴⁸ прецизиращи различното влияние и съответно промяна в цената на конкретната опция под влияние на основните фактори.

Многообразието от опционни стратегии позволява прецизната ориентация към желаната инвестиционна активност: спекулации, арбитражи и хеджиране. Различните групи съставни, комбинирани и синтетични стратегии и техните конкретни позиции предоставят практически неограничени възможности пред инвестиционния избор. Въпреки това опционната индустрия непрекъснато се развива в посока към обогатяване на инвестиционните възможности, адекватно на многообразните изходни условия - очаквания за възвръщаемост, рискова поносимост и капиталови

⁴⁸ "Comparative Statics" Don M. Chance "Options & Futures" 2nd ed. 1991 by The Dryden Press, Virginia Polytechnic Institute and State University, p. 149. Въпросните представляват отношения (коефициенти), отчитащи точно промените на опционната премия в резултат от всеки един от петте фактора заложи в оценъчната формула на Блек-Скоулс.

възможности, информационна осигуреност. На тази основа се налагат следните изводи:

- Опциите в ролята на най-ярък представител на условните деривати, формиращи този колоритен сегмент на финансовия пазар, позволяват на инвеститорите да постигнат при най-изгодни разходи, целите на рентабилността и риска, които са си поставили.
- Същественото място, което заема опционната индустрия на съвременните финансови пазари се свързва с:
 - ❖ непрекъснатото усъвършенстване и обогатяване на стандартизираните и екзотичните опционни договори за целите на различните инвеститори;
 - ❖ усъвършенстването на техниките за оценяване на опции;
 - ❖ отворения характер за развитие на по-съвършени опционни стратегии.

АКТУАЛНИ ИЗМЕРЕНИЯ НА ОПЦИОННАТА ИНДУСТРИЯ

Стефан Симеонов
(Резюме)

Изследването на актуалните измерения на опционната индустрия е инспирирано от бързото налагане на опционните инструменти на финансовите пазари и тяхното интензивно обогатяване и развитие. Многогранните приложения на опциите в спекулативните, хеджингови и арбитражни подходи предлагат уникални инвестиционни възможности. Значението на последните не трябва да бъде пренебрегвано за развитието на българския капиталов пазар. В тази студия се предлага конкретизация и обогатяване проявлението на: срочните и спот аспекти в съвременната опционна търговия; отрицателната срочна стойност на опциите и авангардните, комбинирани и синтетични стратегии.

MODERN DIMENSIONS IN OPTION INDUSTRY

Stefan Simeonov
(Summary)

The research of the dimensions of the modern option industry is inspired by the fast introduction of option instruments on financial markets and their rapid development and enrichment. The various applications of options in hedging, speculative and arbitrage methods offer unique investment opportunities. Thus their importance for the development of Bulgarian capital market shouldn't be neglected.

The objective of this article is to suggest a more concrete and detailed study of futures and spot aspects of advanced options trade; negative term value of options as well as advanced synthetic and combined strategies.