

## Опционная стратегия

# ОПЦИОНЫ И ВИДЫ ОПЦИОННЫХ СТРАТЕГИЙ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

**И.Н. РЫКОВА,**

*доктор экономических наук,*

*профессор кафедры «Банковское дело»*

*Всероссийская государственная налоговая академия*

*Министерства финансов России*

*В статье дается оценка и проводится анализ опционов и возможностей их применения на российском срочном рынке. Раскрыты основные виды и сущность опционов, определены преимущества и недостатки различных опционных стратегий, уточнены область применения опционов и оптимальные условия для их использования, а также выявлены особенности применения опционов на российском срочном рынке.*

**Ключевые слова:** опцион, стратегия, финансовый рынок

Изучение опционов на финансовом рынке является актуальной темой в условиях финансового кризиса. Рассмотрим различные определения понятия «опцион». Опцион – право (возможность) выбора времени принятия решения и (или) варианта действий из совокупности заранее заданных вариантов [1]. Опцион представляет собой контракт, дающий право одной стороне (владельцу опциона) купить (опцион колл) или продать (опцион пут) определенное количество товаров или финансовых инструментов (ценных бумаг) по установленной цене (цене использования) в течение обусловленного времени в обмен на уплату некоторой суммы (премии) [2]. Опцион – это разновидность срочной сделки, не требующей обязательного исполнения.

Опцион – спекулятивная сделка, заключающаяся в предоставлении права (но не обязательства) на покупку чего-либо в установленную дату в будущем по цене, оговоренной сегодня, но включающей комиссионные продавцу [8]. Опцион – это контракт между сторонами, дающий покупателю право (но не обязывающий) совершить покупку или продажу определенного количества базового актива по страйковой цене, в котором оговорено

(устно, электронным сообщением или письменно) следующее:

- количество и качество базового актива, право на покупку или продажу которого оговаривается в опционе;
- премия;
- страйковая цена;
- дата истечения;
- указание типа опционов (американский или европейский);
- место и форма поставки.

Производный инструмент опциона как экономическое явление – это отношение, вытекающее из соглашений участников, направленное на осуществление любой из функций производных, основанное на асимметрии прав и обязательств двух контрагентов сделки [9].

Опционы различаются по базисам (акции, валюта, проценты, товары). Самостоятельно развивающуюся часть рынка составляют опционы на фьючерсы, опционы на свопы, опционы на опционы. Однако во всех опционах, независимо от базиса, присутствуют единые структурные признаки-характеристики, позволяющие выявить построение этого типа производных инструментов.

Опцион обладает внутренней структурой. В Энциклопедическом словаре приводится такая трактовка понятия: «Структура – определенное сочетание составных частей целого; строение, устройство чего-либо» [10]. Существует и другая формулировка: «Структура – инвариантный аспект системы. Понятие «структура» тесно связано с изучением или формированием организации системы... в данное понятие обычно включаются

различные варианты... построений применительно к исследуемой системе». Оба определения приемлемы для производных.

Права, ответственность и взаимосвязи покупателя и продавца структурированы. Покупатель опциона – сторона в договоре, приобретающая права; продавец опциона – его другая сторона, обремененная обязательством, подлежащим выполнению по требованию покупателя. Это центральная экономико-правовая структурная характеристика опциона [11].

Если в основе опциона находится иной производный инструмент, то мы имеем дело с суммированным, кумулятивным правом, вытекающим из опциона, – умножение (дублирование, удвоение) права (в том числе и там, где возможно, права собственности) на конечное покрытие в этой сделке.

Риск покупателя в сделке с опционом находится в пределах выплачиваемой им премии; риск продавца неограничен, а доход последнего основывается на премии. Оплата премии покупателем обязательна и совершается на бирже через расчетную палату.

Вместе с тем жесткая обязанность исполнять требования покупателя смягчается для продавца свободой выбора действий. Продавец волен отказаться от исполнения. Собственно обязанность следует понимать как неизбежность согласно биржевым правилам понести реальные денежные потери, а не как неотвратимость физического покрытия опциона. Биржи продавцу предоставили право до наступления срока истечения данного контракта осуществить обратную сделку (для ослабления своих потерь при неблагоприятном изменении цен базиса).

Опционы олицетворяют право и не представляют собой обязательные договоры обмена. Большинство опционов – краткосрочные биржевые инструменты.

В учебнике А. Б. Фельдмана применяется следующая дифференциация: опционы – тип производных [9]; внутри этого типа выделяются разновидности (колл – Call и пут – Put). Каждая разновидность разделяется на классы – все данные опционы с одинаковым базисом. Далее следуют серии – все опционы одного класса с одинаковыми ценой исполнения и сроком исполнения.

С юридических позиций опционная сделка содержит два договора: основной опционный договор и договор об исполнении опциона. Первый из них – договор купли-продажи, предметом которого является право на опцион. Продавец по этому договору обязуется передать право собственности на право опциона и не имеет никаких дополни-

тельных обязательств по отношению к покупателю. Покупатель покупает это право, предоставляющее ему возможность в реальных ситуациях воспользоваться последующими новыми договорными отношениями для защиты своих интересов.

Обратим внимание на особенности понимания колл и пута в процентных опционах, базисом которых являются процентные ставки (interest rate option) [2]. Данные опционы вместе с опционами на процентные фьючерсы устойчиво занимают преобладающее место в учитываемых стоимостных объемах биржевых опционных сделок (более 2/3).

Покупатель получает право в процентном опционе колл выплачивать и в опционе пут получать определенную, зафиксированную процентную ставку на условную денежную сумму (номинал) на протяжении срока опциона. В этих опционах премия устанавливается в расчете на год и измеряется в базисных пунктах.

Биржи используют два следующих режима начисления и выплаты премии [8]:

- премия при покупке опциона выплачивается приобретателем расчетной палате в полном объеме (Traditional Style Premium Posting), определяется по параметрам дня приобретения;

- премия (ее остаток) выплачивается расчетной палате при исполнении (истечении срока) опциона (Futures Style Premium Posting), определяется по параметрам дня исполнения.

Вариантом этих режимов является условный опцион (Contingent option). Покупатель здесь уплачивает премию, только если он принял решение исполнить опцион (при неисполнении они бесплатны). Для равновесия премии устанавливаются в больших суммах.

Права и обязательства сторон опционного контракта представлены в табл. 1.

Фьючерсные и опционные контракты определенного типа допускаются к обращению на срочных биржевых рынках путем утверждения и введения в действие их спецификаций. Такие контракты, соответственно, выводятся из обращения путем прекращения действия их спецификаций, причем решения о прекращении действия спецификаций принимаются биржей самостоятельно. Актуальность проблемы инвестирования на срочном рынке обуславливается ростом потребности в инструментах с повышенной доходностью и возможностью управления финансовыми рисками [5]. Именно производные финансовые инструменты позволяют обеспечить эти потребности. Стандартные комбинации не построены на основе решения определенных

Таблица 1

Права и обязательства сторон опционного контракта

Сторона опциона	Вид опциона					
	Опцион на покупку (опцион колл)			Опцион на продажу (опцион пут)		
	Право купить	Обязательство продать	Плательщик премии	Обязательство купить	Право продать	Плательщик премии
Покупатель (держатель, владелец)	+		+	+		+
Продавец (подписчик, выписыватель)		+		+	+	



Российский фондовый рынок и мировой финансовый кризис

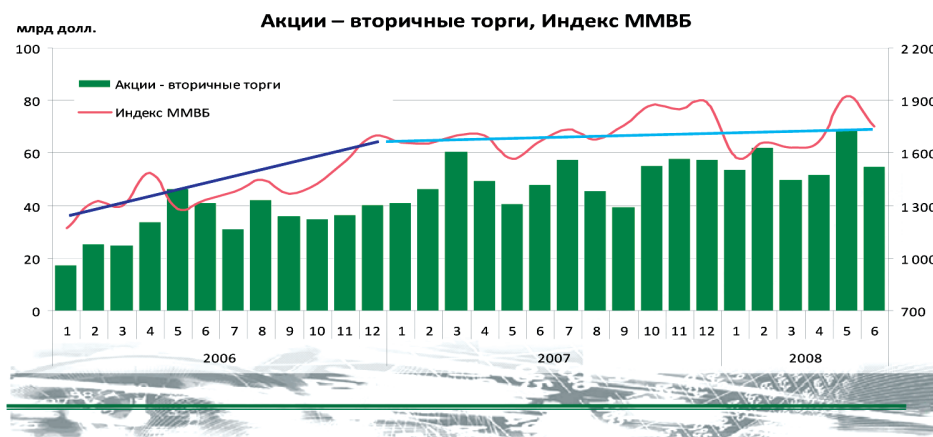


Рис. 1. Динамика индекса ММВБ на российском фондовом биржевом рынке [12]

оптимизационных задач. Они позволяют учитывать направление движения рынка, направление движения волатильности рынка, но при этом не способны оптимально учитывать количественные выражения этих характеристик рынка<sup>1</sup>.

Опционные контракты предоставляют инвесторам большие возможности. Используя комбинации из опционов различных видов, с различными страйковыми ценами и датами завершения, инвестор может построить интересные стратегии и получить дополнительную прибыль [6]. Стратегии спред представляют собой сочетание двух и более опционов одного вида (колл или пут). Прибыль и убытки инвесторов при использовании данных стратегий ограничены.

С 2006 г. развитие финансового рынка, а также деятельность Федеральной службы по финансовым рынкам по государственному регулированию этого рынка осуществляются в рамках Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг, утвержденной распоряжением Пра-

<sup>1</sup> Т. е. можно подобрать стандартную комбинацию для растущего рынка (например, «спред быка»), но она может быть неоптимальной при росте рынка, например, на 5%.

вительства Российской Федерации от 01.06.2006 № 793-р [7].

В 2008 г. условия развития мирового финансового рынка осложняются ухудшением его конъюнктуры, обострением кризисных процессов. Инвестиционные банки, еще до недавнего времени действовавшие практически безнадзорно, также способствовали появлению мирового кризиса – и, вместе с тем, стали первыми его жертвами.

Современные финансовые рынки характеризуются, во-первых, расширением зоны организован-

ного рынка за счет возникновения внебиржевых организаторов торговли, и, во-вторых, усилением международной конкуренции бирж, в ответ на которое происходит как их трансграничная консолидация, так и консолидация национальных бирж внутри отдельно взятой страны, а также концентрация ликвидности на крупнейших биржах.

Существующий в настоящее время в России фондовый рынок является типичным крупным развивающимся рынком. Он характеризуется, с одной стороны, высокими темпами позитивных количественных и качественных изменений, с другой – наличием многочисленных проблем, носящих комплексный характер и препятствующих более эффективному его развитию. Российский фондовый рынок уже начал выполнять макроэкономическую функцию трансформации сбережений в инвестиции для нашей страны. Все большее количество предприятий реального сектора начинает рассматривать его в качестве основного источника привлеченных ресурсов для финансирования инвестиций в основной капитал и поглощения конкурентов.

На рис. 1 приведена динамика торгов на ММВБ.

Говоря о компаниях биржевой инфраструктуры, можно выделить две наиболее крупные фондовые биржи РТС и ММВБ, которые почти полностью охватывают биржевое обращение ценных бумаг в России. Каждая из этих структур имеет свой депозитарий, регистратора и клиринговую компанию для учета операций с ценными бумагами. По состоянию на начало 2009 г. на биржах группы РТС в котировальные списки всех уровней суммарно было включено 109 ценных бумаг 94 эмитентов. Российский рынок акций отличается высокой концентрацией как по капитализации, так и по оборотам: на 10 наиболее капитализированных эмитентов по состоянию на начало 2008 г. приходится более 2/3 от общей капитализации. Данный показатель постепенно снижается, и это снижение весьма устойчиво. Однако он до сих пор остается чрезвычайно высоким по сравнению с большинством иностранных фондовых рынков. На РТС и ММВБ на 10 наиболее ликвидных акций по итогам 2007 г. пришлось более 90 % от всех оборотов.

Характерной особенностью российского рынка акций является высокая доля государства в общей структуре капитализации. Пять из десяти компаний с наибольшей капитализацией, составляющие около половины капитализации российского фондового рынка, находятся прямо или косвенно под контролем государства.

Говоря об отраслевой структуре российских эмитентов, необходимо отметить высокую концентрацию капитализации и оборотов в топливно-энергетическом комплексе. По данным Центра развития фондового рынка, на эту отрасль по состоянию на начало 2008 г. приходится почти две трети общей капитализации российских эмитентов.

Еще одна существенная особенность российского фондового рынка – это высокая концентрация контрольных пакетов и, как следствие, низкий уровень доли акций в свободном обращении. Даже у эмитентов, торгуемых на биржах, встречаются эти уровни в 10 % и ниже (рис. 2).

ММВБ MICEX

## Интернационализация российского финансового рынка

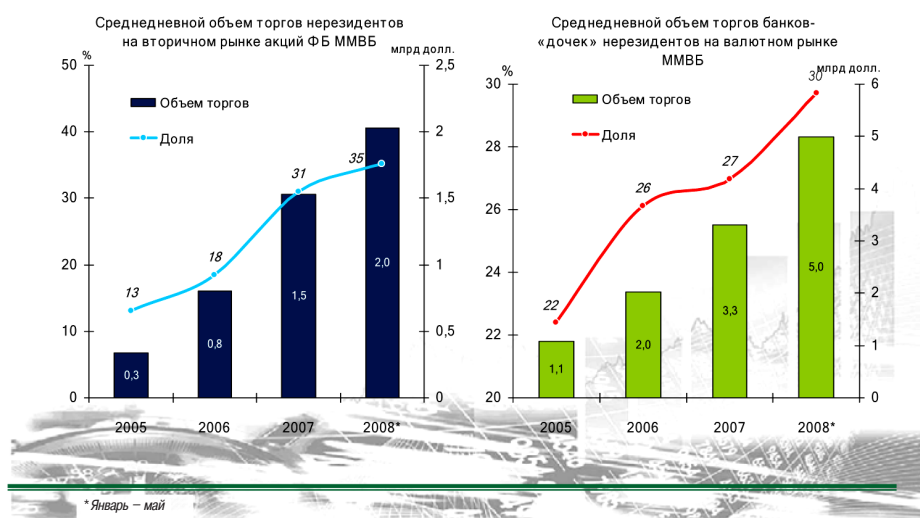


Рис. 2. Показатели российского финансового рынка [12]

Традиционно мировые и российские банки предоставляют или начинают предоставлять (актуально для РФ) услуги по дериватам и структурным продуктам на фондовом рынке, в числе которых могут быть: отдельные опционы и опционные продукты, фьючерсы, форварды, свопы<sup>2</sup>, корзины акций<sup>3</sup>, фонды торгуемые на бирже<sup>4</sup>, структурные ноты<sup>5</sup>, конвертируемые облигации<sup>6</sup> и другие, более сложные структурные продукты.

В целом для российского рынка характерны преобладание биржевого сегмента над внебиржевым (в отличие от тенденций международного рынка деривативов) и большая неустойчивость, волатильность количественных и качественных характеристик. Основной оборот российского срочного рынка приходится на фьючерсы, среди которых лидируют фондовые фьючерсы, при этом примечательна чрезвычайно низкая доля процентных инструментов. Это характеризует данный рынок как неразвитый и низколиквидный (рис. 3).

Барьером для роста ликвидности российского рынка акций выступает небольшое, относительно других крупных развивающихся рынков, количество торгуемых акций с высоколиквидным рынком.

<sup>2</sup> Equity swaps.<sup>3</sup> Baskets.<sup>4</sup> ETFs (Exchange Traded Fund).<sup>5</sup> Structured notes (Equity-linked-notes).<sup>6</sup> Convertibles.

ММВБ MICEX

Москва – основной центр ценообразования на фондовые активы российских компаний

Рис. 3. Показатели ценообразования на биржевом рынке [12]

Структура среднедневного оборота торгов акциями и ADR российских компаний в январе - апреле 2008 г.

Структура среднедневного оборота торгов фондовыми деривативами на российские активы в январе - апреле 2008 г.

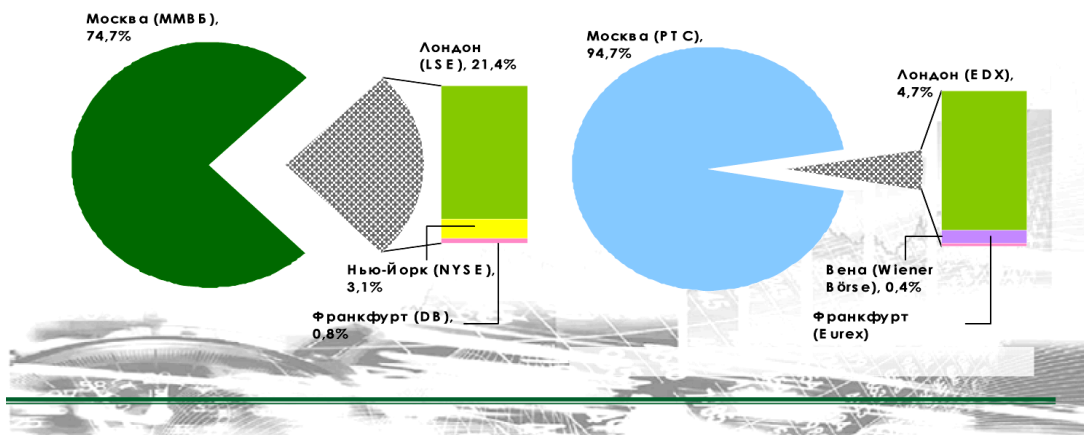


Таблица 1

Информация об общем количестве сделок и общем стоимостном объеме сделок, заключенных в порядке вторичного обращения на ОАО «Фондовая биржа РТС» в апреле 2009 г.\*

Вид ценных бумаг и срочных сделок	Аукционный режим		Режим переговорных сделок		Сделки репо		Суммарно	
	Стоимостной объем сделок, руб.	Количество сделок	Стоимостной объем сделок, руб.	Количество сделок	Стоимостной объем сделок, руб.	Количество сделок	Стоимостной объем сделок, руб.	Количество сделок
Суммарно по видам бумаг и срочных сделок	958 655 884 277	5 597 399	3 421 887 510	2 265	124 160 617	8	962 201 932 403	5 599 672
Опционы на акции								
Опционы на фьючерсы на акции	5 239 870 750	13 186	—	—	—	—	5 239 870 750	13 186
Опционы на фьючерсы на индексы	16 285 923 902	41 930	—	—	—	—	16 285 923 902	41 930
Прочие опционы	3 072 944 031	943	—	—	—	—	3 072 944 031	943

\* <http://www.rts.ru>.

Практически весь оборот – более 94% в 2004 г. приходился на 10 наиболее ликвидных акций. По состоянию на начало 2009 г. число эмитентов российского фондового рынка составляло 309, в то время как фондовый рынок США представлен более чем 5000 эмитентами, Великобритании – 2913 эмитентами, Японии – 2391 эмитентом. Сопоставимое количество эмитентов с российским фондовым рынком представлено в Бразилии – 347.

Рассмотрим структуру операций на РТС (см. табл. 1).

Как видно из табл. 1., наибольшая доля приходится на опционы на фьючерсы на индексы.

За неделю с 4 по 8 мая 2009 г. общий объем торгов на срочном рынке FORTS (Фьючерсы и Опционы в РТС) составил 217,8 млрд руб., или 8 млн контрактов, в том числе 51,5 млрд руб. в вечернюю сессию<sup>7</sup>. Совокупный объем открытых позиций по состоянию на последний день недели, 8 мая, составил 90,0 млрд руб., или 5,6 млн контрактов (см. табл. 2).

<sup>7</sup> <http://www.rts.ru/a18669>

Таблица 2

Итоги торгов на срочном рынке FORTS с 27 по 30 апреля и с 4 по 8 мая 2009 г.

	Неделя с 4 по 8 мая	Неделя с 27 по 30 апреля	Изменение
<b>Фьючерсные контракты</b>			
Объем торгов, руб.	211 391 665 183	148 166 916 116	42,67 %
Объем торгов, контрактов	7 500 047	5 649 314	32,76 %
Число сделок	1 174 746	889 019	32,14 %
Объем открытых позиций, руб.	70 514 514 352	62 218 837 332	13,33 %
Объем открытых позиций, контрактов	2 902 682	2 734 930	6,13 %
<b>Опционные контракты</b>			
Объем торгов, руб.	6 420 479 605	5 513 801 530	16,44 %
Объем торгов, контрактов	457 715	266 734	71,60 %
Число сделок	16 389	9 750	68,09 %
Объем открытых позиций, руб.	19 525 802 144	16 357 496 319	19,37 %
Объем открытых позиций, контрактов	2 736 778	2 571 662	6,42 %
<b>Итого</b>			
Объем торгов, руб.	217 812 144 787	153 680 717 646	41,73 %
Объем торгов, контрактов	7 957 762	5 916 048	34,51 %
Число сделок	1 191 135	898 769	32,53 %
Объем открытых позиций, руб.	90 040 316 496	78 576 333 651	14,59 %
Объем открытых позиций, контрактов	5 639 460	5 306 592	6,27 %

Таблица 3

Объем сделок по опционам в апреле-мае 2009 г.\*

Код	Наименование	Оборот	
		Руб.	Число контр.
RI	Опционы на фьючерсный контракт на индекс РТС	3 717 566 208	70 378
GZ	Опционы на фьючерсный контракт на акции ОАО «Газпром»	1 756 254 000	105 467
SR	Опционы на фьючерсный контракт на акции ОАО «Сбербанк России»	804 186 450	274 134
LK	Опционы на фьючерсный контракт на акции ОАО «Лукойл»	81 843 500	5 658
Si	Опционы на фьючерсный контракт на курс доллар – рубль	48 759 500	1 392
GD	Опционы на фьючерсный контракт на аффинированное золото в слитках	10 685 447	371
VB	Опционы на фьючерсный контракт на обыкновенные акции ОАО «Банк ВТБ»	907 000	294
GM	Опционы на фьючерсный контракт на акции ГМК «Норильский никель»	277 500	21

\* <http://www.rts.ru>.

Следовательно, объем торгов опционами увеличился на 16,44 %, причем число сделок также увеличилось на 68,09 %, с 9 750 сделок до 16 389. Объем открытых позиций увеличился с 16 357 496 319 руб. до 19 525 802 144 руб., т.е. темп роста составил 19,37 %.

Следующим этапом проведем показатели оборота по сделкам в апреле – мае на РТС (см. табл. 3).

По итогам торгов с 1 по 30 апреля 2009 г. объем торгов на срочном рынке РТС – FORTS составил 944,6 млрд руб., или 37,1 млн контрактов, в том числе 198,4 млрд руб. в вечернюю сессию. Совокупный объем открытых позиций по состоянию на конец месяца в денежном выражении составил 78,6 млрд руб., или 5,3 млн контрактов.

В апреле 2009 г. были введены в обращение фьючерсные контракты на аффинированный палладий в слитках и на аффинированную платину в слитках, суммарный оборот по ним составил 33,3 млн руб. (см. табл. 4).

На рынке фьючерсов и опционов FORTS впервые в России создан **ликвидный рынок опционов на фьючерсные контракты**, базовым активом которых являются индекс РТС, отдельные акции российских эмитентов, доллар США, золото, серебро, нефть. Опционы на фьючерсные контракты предоставляют широкие возможности для страхования (хеджирования) рисков на спотовом и срочном рынках, а также позволяют осуществлять операции с высокой доходностью, низкими издержками и ограниченными рисками.

Особенности рынка опционов FORTS:

- самые широкие возможности для инвесторов;
- самый удобный инструмент управления рисками, в том числе и как инструмент для хеджеров;
- возможность получения неограниченного дохода при ограниченных рисках;
- максимальный «эффект плеча»;
- построение различных стратегий с использованием фьючерсов и опционов;

Таблица 4

Итоги торгов на срочном рынке FORTS в марте – апреле 2009 г.

	апрель	март	Изменение
<b>Фьючерсные контракты</b>			
Объем торгов, руб.	919 957 585 532	823 862 704 267	11,66 %
Объем торгов, контрактов	35 465 934	33 584 468	5,60 %
Число сделок	5 514 155	5 452 493	1,13 %
Объем открытых позиций, руб.	62 218 837 332	46 609 089 561	33,49 %
Объем открытых позиций, контрактов	2 734 930	2 022 292	35,24 %
<b>Опционные контракты</b>			
Объем торгов, руб.	24 598 738 683	25 758 855 217	-4,50 %
Объем торгов, контрактов	1 652 456	1 872 463	-11,75 %
Число сделок	56 059	58 515	-4,20 %
Объем открытых позиций, руб.	16 357 496 319	15 427 229 086	6,03 %
Объем открытых позиций, контрактов	2 571 662	1 674 248	53,60 %
<b>Итого</b>			
Объем торгов, руб.	944 556 324 215	849 621 559 483	11,17 %
Объем торгов, контрактов	37 118 390	35 456 931	4,69 %
Число сделок	5 570 214	5 511 008	1,07 %
Объем открытых позиций, руб.	78 576 333 651	62 036 318 647	26,66 %
Объем открытых позиций, контрактов	5 306 592	3 696 540	43,56 %

\* <http://www.rts.ru>.

- возможность клиринга адресных сделок;
- опционы могут эффективно использовать как инвесторы с небольшим объемом средств, так и крупные участники рынка;
- издержки при проведении операций на срочном рынке FORTS значительно ниже, чем на рынке акций;
- стратегии;
- теоретическая цена опционов;
- лимиты цен опционов;
- доска опционов;
- параметры опционов;
- полные спецификации опционных контрактов.

На российском рынке опционов используются следующие стратегии (см. табл. 5).

Объем операций с производными инструментами многократно превышает объем операций с базовыми активами, лежащими в их основе. По оценке Банка международных расчетов (англ. *Bank*

*of International Settlements*), объемы торгов только финансовыми фьючерсами в мире в 2008 г. составили 1566,66 трлн долл. США, биржевыми опционами – 677,76 трлн долл. США (за исключением контрактов на отдельные акции) [4].

Характерной особенностью структуры развитых рынков в разрезе торгуемых инструментов является преобладание контрактов на акции в опционном сегменте рынка. Основной тенденцией развития структуры развитых рынков являются увеличение доли индексных контрактов, а также конструирование и построение рынка новых инструментов, таких как контракты на ETF и волатильность (см. рис. 4).

На срочном рынке ЗАО «ФБ ММВБ» планируются к введению в обращение:

- опционы на расчетный фьючерсный контракт на индекс ММВБ;
- поставочные опционы на акции.

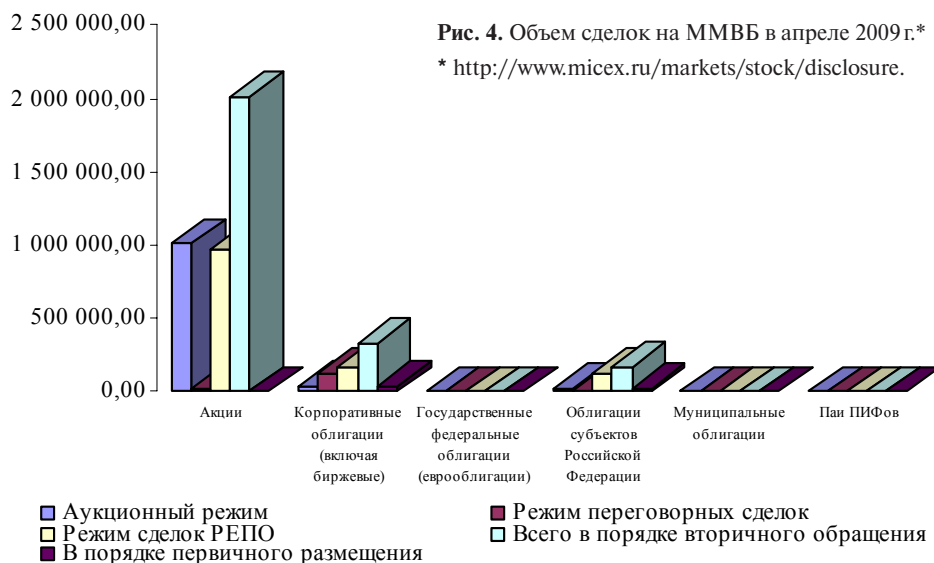
Таблица 5

Стратегии использования опционов на фьючерсы, базовыми активами которых являются акции

Тип стратегии	Описание
Хеджирование портфеля акций от падения или роста цен	Для страхования от падения цен акций или фьючерсов можно купить опционы «на продажу» (Put), а для того, чтобы застраховать короткую позицию на акциях или фьючерсах от повышения цены можно купить опционы «на покупку» (Call). Покупка опционов обеспечивает защиту от рисков неблагоприятного движения цены и одновременно предоставляет возможность сполна получить прибыль от благоприятного движения.
Спекулятивная покупка опционов	Покупка опционов является привлекательной благодаря ряду характеристик: <ul style="list-style-type: none"> <li>• убытки при осуществлении данной операции ограничены размером выплаченной премии;</li> <li>• потенциальные прибыли не ограничены. Точка безубыточности на момент окончания срока обращения для опциона «на покупку» (Call) равна сумме цены исполнения (страйк) опциона и выплаченной премии, а для опциона «на продажу» (Put) – разности цены исполнения и выплаченной премии.</li> </ul>

Окончание табл. 5

Тип стратегии	Описание
Регулирование «эффекта плеча»	Размер премии опциона зависит от страйка (цены исполнения контракта), а также от цен фьючерсов и акций. При этом премии опционов с разными страйками («вне денег», «на деньгах» или «в деньгах») отличаются по степени чувствительности к изменению цен на рынке базового актива. Поэтому на опционах трейдеры могут строить позиции, в наибольшей степени соответствующие их рыночным ожиданиям. Опционы «вне денег» имеют меньшую премию, чем опционы «на деньгах» или «в деньгах». При больших изменениях цены фьючерса премия опциона «вне денег» может измениться в несколько раз, а при небольших – может остаться совсем без изменений.
Спрэдывые стратегии	Спрэд (spread) – одновременная покупка и продажа опционов одного типа (либо Call, либо Put), но с разными страйками и/или датами экспирации. Спрэды бывают: <ul style="list-style-type: none"> <li>• вертикальными (создаются из опционов с одинаковой датой экспирации, но разными страйками),</li> <li>• горизонтальными (из опционов с одинаковыми страйками, но разными датами экспирации) и диагональными (из опционов с разными страйками и датами экспирации).</li> </ul> Такие стратегии позволяют ограничить убытки при неблагоприятном движении цен акций и фьючерсов, но и часто (но не всегда) ограничивают прибыль в случае движения цены базового актива в ожидаемом направлении.
Увеличение доходностей инвестиционных портфелей продаж покрытых опционов	Для получения дополнительного дохода при управлении портфелями акций и фьючерсов можно использовать стратегию продажи покрытых опционов. При наличии акций или длинных позиций по фьючерсам, трейдер продает опционы «на покупку» (Call) и получает за это премию. При наличии коротких позиций по акциям или фьючерсам продаются опционы «на продажу» (Put). Обычно трейдер проводит такие операции в расчете на то, что цены акций или фьючерсов останутся неизменными или будут незначительно изменяться в сторону, противоположную позиции, занятой по опциону. В то же самое время риск того, что опцион будет востребован, покрывается наличием позиции по акциям или фьючерсам.
Покупка/продажа волатильности	Опционы – единственный финансовый инструмент, позволяющий получать прибыль при любом направлении движения цены акций и фьючерсов. При помощи опционных стратегий можно зарабатывать на увеличении или уменьшении волатильности цен базового актива. Примером такой стратегии является длинный стрэдл – одновременная покупка опционов Call и Put с одинаковыми ценами исполнения (страйками).
Арбитражные операции	Комбинируя различные опционы, фьючерсы и акции, можно создавать синтетические фьючерсные позиции или синтетические опционные позиции. Отличия в ценах реальных и синтетических фьючерсов и опционов можно использовать для получения арбитражной прибыли.



Восточной Европы. FORTS сочетает в себе развитую инфраструктуру, надежность и гарантии Фондовой биржи РТС, а также самые современные технологии торговли фьючерсами и опционами, проверенные в течение более чем десяти лет стабильного и успешного развития рынка<sup>8</sup>.

Организатором торгов на рынке FORTS является Открытое акционерное общество «Фондовая биржа РТС». Клиринг осуществляет ЗАО «Клиринговый центр РТС», основным

Проведем анализ и оценку видов опционов на РТС.

Рынок фьючерсов и опционов в РТС (FORTS) – ведущая площадка по торговле производными финансовыми инструментами в России и странах

Видом деятельности которого является клиринг на рынке фьючерсов и опционов.

Наиболее важной частью сделок, заключаемых на срочном рынке, является их исполнение

<sup>8</sup> <http://www.rts.ru/s176>.



Таблица 6

## Лидеры фондового рынка секции опционов по объему сделок в апреле 2009 г.\*

Позиция в рейтинге	Код в РТС	Наименование расчетной фирмы
1	BROK	Брокеркредитсервис Компания ООО
2	ITIN	Ай Ти Инвест ИК ЗАО
3		Группа компаний «Открытие»
4	ZERN	ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент ИК ОАО
5		Группа компаний Алор
6	FINA	ФИНАМ ЗАО
7	TROY	Тройка Диалог ИК ЗАО
8	CITF	КИТ Финанс ООО
9	ALFC	Альфа-Банк ОАО
10	GUTB	ВТБ 24 ЗАО

\* <http://www.rts.ru/ru/forts/members-rating.aspx?rid=2>.

в определенную дату в будущем на условиях, оговоренных в момент заключения. Развивая рынок фьючерсов и опционов FORTS, фондовая биржа РТС особое внимание уделяет совершенствованию системы гарантий исполнения срочных сделок. Одновременно с усовершенствованием собственной гарантийной системы повышаются требования и к участникам торгов. Участниками торгов на рынке FORTS являются надежные высококапитализированные инвестиционные компании и банки.

Другой задачей, которую ставит перед собой Фондовая биржа РТС, – это разработка и внедрение широкого спектра финансовых инструментов, позволяющих управлять ценовыми рисками рынков акций, валюты, а также долгового и товарного рынков.

В настоящий момент на рынке фьючерсов и опционов FORTS обращаются производные финансовые инструменты, базовыми активами которых являются: индекс РТС, отраслевые индексы, акции и облигации российских эмитентов, облигации федерального займа, иностранная валюта, средняя ставка однодневного кредита MosIBOR и ставка трехмесячного кредита MosPrime, а также товары – нефть марки Urals, дизельное топливо, золото, серебро, сахар.

По состоянию на апрель 2009 г. лидерами на рынке опционов являются (см. табл. 6).

Для опционов скальперскими являются безадресные сделки, которые могут привести к открытию противоположных позиций по базовому активу в случае исполнения опционов в течение одного торгового дня. К открытию длинной по-

зиции по фьючерсному контракту могут привести покупка опциона CALL и продажа опциона PUT. К открытию короткой позиции по фьючерсному контракту могут привести продажа опциона CALL и покупка опциона PUT. Скальперские пары для опционов (покупка базового актива – продажа базового актива):

- покупка CALL продажа CALL;
- покупка CALL покупка PUT;
- продажа PUT покупка PUT;
- продажа PUT продажа CALL.

В табл. 7 приведены виды опционов на фондовой бирже РТС.

Видно, что на товарном рынке наблюдается значительное количество видов опционов. Контракт является американским, что означает возможность

Таблица 7

## Виды опционов на товарном рынке фондовой биржи РТС

Виды опционов	Базовый актив	Вид контракта
Опцион на фьючерсный контракт на дизельное топливо	Фьючерсный контракт на дизельное топливо	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на авиационное топливо	Фьючерсный контракт на авиационное топливо	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «URALS»	Фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «URALS»	Поставочный, американский
Маржируемый опцион на фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «URALS»	Фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «URALS»	Поставочный, маржируемый
Опцион на фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «BRENT»	Фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «BRENT»	Поставочный
Маржируемый опцион на фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «BRENT»	Фьючерсный контракт на сырую нефть сорта «BRENT»	Поставочный, маржируемый
Опцион на фьючерсный контракт на мазут	Фьючерсный контракт на мазут	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на аффинированное золото в слитках	Фьючерсный контракт на аффинированное золото в слитках	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на аффинированное серебро в слитках	Фьючерсный контракт на аффинированное серебро в слитках	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на сахар	Фьючерсный контракт на сахар	Поставочный, американский

осуществления права требования по контракту в любой день в течение срока действия контракта. Маржируемый опцион означает срок действия контракта, составляет период от первого торгового дня, в который может быть заключен контракт (первый день заключения контракта), до последнего дня заключения контракта включительно.

Следующим этапом будет анализ видов опционов на фондовом рынке фондовой биржи РТС (см. табл. 8).

Затем проведем анализ видов опционов как инструментов денежного рынка фондовой биржи РТС (см. табл. 9).

Следовательно, можно отметить, что на российском рынке опционов наблюдаются три вида структуры опционов: на товарном рынке, на фондовом рынке и на денежном валютном рынке.

В течение торгового дня Биржа раскрывает следующую информацию:

по опционам (по опционам каждой серии):

- обозначение опциона;
- минимальное и максимальное значение премии в зарегистрированных на данный момент срочных сделках;
- премии в лучших заявках на покупку и продажу, зарегистрированных в Реестре заявок;
- премия в последней зарегистрированной срочной сделке;

- изменение премии последней срочной сделки;
- количество совершенных срочных сделок;
- оборот с начала текущего торгового дня (контрактов);
- количество открытых позиций.

Рассмотрим некоторые виды опционов на российском фондовом рынке на примере маржируемого опциона колл на фьючерсный контракт на индекс РТС. При исполнении одного опциона фиксируется сделка купли-продажи одного фьючерсного контракта, лежащего в качестве базового актива опциона, по цене равной цене-страйк (цене исполнения) опциона. Покупатели могут потребовать исполнения в любой торговый день в течение срока действия опциона. По окончании торгов в последний день срока действия опциона Клиринговый центр самостоятельно, без получения от держателей заявлений на востребование своих прав по опционам, производит исполнение коротких опционов, находящихся в состоянии «глубоко в деньгах» (определяется относительно верхнего и нижнего лимитов колебаний цен сделок для базового фьючерса), а длинных опционов в состоянии «в деньгах» – относительно расчетной цены фьючерсного контракта (среднее значение индекса за последний час торгов ценными бумагами, входящими в состав индекса РТС). Спецификация данного контракта определяет вид контракта –

Таблица 8

Виды опционов на фондовом рынке фондовой биржи РТС

Виды опционов	Базовый актив	Вид контракта
Опцион на фьючерсный контракт на индекс РТС	Фьючерсный контракт на индекс РТС	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на отраслевые индексы РТС	Фьючерсный контракт на отраслевые индексы РТС (электроэнергетика, металлы и добыча, промышленность, нефть и газ, потребительские товары и розничная торговля, телекоммуникации)	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на обыкновенные акции	Фьючерсный контракт на обыкновенные акции (ОАО «Газпром», ОАО «Русгидро», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО НК «Роснефть», ОАО «Сбербанк России», ОАО НК «Лукойл», ОАО «Ростелеком» и др.)	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на облигации московских областных внутренних облигационных займов	Фьючерсный контракт на облигации московских областных внутренних облигационных займов	Поставочный, американский
Опцион на фьючерсный контракт на облигации федерального займа	Фьючерсный контракт на облигации федерального займа	Поставочный, американский

Таблица 9

Виды опционов как инструменты денежного рынка

Виды опционов	Базовый актив	Вид контракта
Маржируемый опцион на фьючерсный контракт на курс евро – доллар	Фьючерсный контракт на курс евро – доллар	Поставочный, маржируемый
Маржируемый опцион на фьючерсный контракт на курс евро – рубль	Фьючерсный контракт на курс евро – рубль	Поставочный, маржируемый
Опцион на фьючерсный контракт на доллар США	Фьючерсный контракт на доллар США	Поставочный, американский

опцион, категория – американский, количество базового актива в контракте – 1.

Расчетная цена по маржируемому опциону колл на фьючерсный контракт на индекс РТС представлена на рис. 5.

В спецификации контракта оговорено, что гарантийные обязательства по непокрытой позиции составляют 7 928,93 руб./контракт, тип расчетов – маржируемый, центральный страйк – 100 000, котировка базового актива на 21.05.2009 – 98 600, шаг премии – 5, стоимость шага премии – 3,14586, сбор за регистрацию сделки – 2 руб., сбор за скальперскую сделку – 1 руб., сбор за адресную сделку – 2 руб. и сбор за исполнение контракта – 2 руб.

Формирование российского рынка деривативов на фондовые активы началось в 1996 г. и было прервано кризисом 1998 г. Несмотря на практически полный демонтаж структур рынка, успевших сложиться за два первые года его функционирования, именно в первоначальный период оформились некоторые особенности, характерные для российского рынка стандартных контрактов на фондовые активы по сей день. Важнейшими из них являются:

- сравнительно слабое развитие опционного сегмента;
- высокая степень концентрации торговой активности в небольшом количестве наиболее востребованных контрактов;
- спекулятивный характер рынка и недостаточно выраженная активность хеджеров;
- абсолютное преобладание электронного способа ведения торгов.

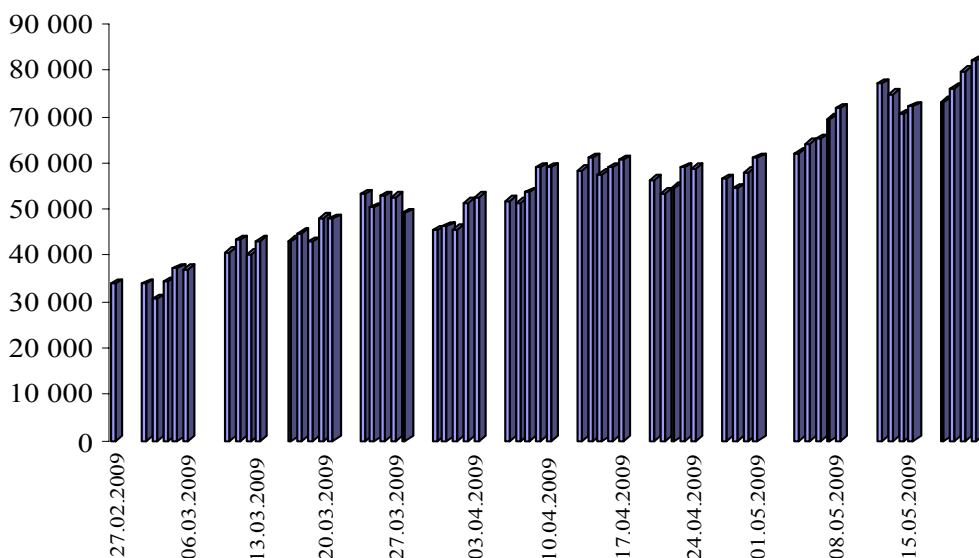


Рис. 5. Расчетная цена по маржируемому опциону колл на фьючерсный контракт на индекс РТС

Росту рынка опционов сильно препятствовали высокая сложность этих контрактов, а также пробелы в правилах их учета и налогообложения. Отсутствие государственного регулирования торговли и налогообложения опционных контрактов ограничивало дальнейшую экспансию опционов, а также ряда других сложных финансовых инструментов на национальные рынки ряда стран.

Как уже было отмечено, существует целый ряд опционов.

По форме реализации можно выделить их два основных вида.

1. Опционы с физической поставкой заложенных в его основу финансовых инструментов или товара. Опцион с физической поставкой при исполнении дает его владельцу право купить (колл-опцион) или продать (пут-опцион) установленное в опционе количество базисного актива по оговоренной цене.

Опцион колл предоставляет покупателю право купить базисный актив у продавца опциона по цене исполнения в установленные сроки или отказаться от этой покупки. Инвестор приобретает опцион колл, если ожидает повышения курсовой стоимости базисного актива. Следовательно, опцион колл дает право держателю опциона купить или отказаться от покупки базисного актива. Опцион колл дает право держателю опциона продать или отказаться от продажи базисного актива. Чтобы лучше понять суть опционной сделки, следует помнить, что она состоит из двух этапов. На первом этапе покупатель опциона приобретает право исполнить или не исполнить контракт. На втором – он реализует (или не реализует) данное право.

Опцион с расчетом наличными на условиях спот дает его владельцу право получить платеж в виде разницы между ценой базисного актива на рынке реального товара на момент исполнения обязательств по опциону и ценой исполнения опциона. Причем опцион колл (опцион на покупку) с расчетом наличными дает право его владельцу получить разницу

между стоимостью базисного актива и ценой исполнения опциона, когда стоимость актива при поставке на рынке реального товара выше цены исполнения опциона.

2. Опционы с расчетом наличными на условиях спот. Опцион пут (опцион на продажу) дает право получить разницу наличными, когда цена реализации базисного актива на рынке реального товара ниже цены исполнения опциона.

Опцион пут предоставляет покупателю опциона право продать базисный актив по цене исполнения в установленные сроки продавцу опциона или отказаться от его продажи. Инвестор приобретает опцион пут, если ожидает падения курсовой стоимости базисного актива.

По времени исполнения опционы подразделяются на такие, которые могут быть реализованы:

1) в любое время до окончания срока его действия. Такие опционы называются американскими;

2) в течение конкретного периода времени до истечения срока действия. Эти опционы называются европейскими;

3) автоматически до истечения срока действия, когда на рынке, на котором опцион торгуется, сложится ситуация, при которой стоимость лежащих в его основе инструментов в конкретное время торговой сессии выше (для опциона колл) или ниже (для опциона пут) цены его исполнения. Такой опцион называется процентным. Он может быть исполнен так же, как и европейский, в течение конкретного периода времени перед датой прекращения его действия.

По соотношению цены исполнения и текущей стоимости, заложенных в основу опциона рыночных инструментов, выделяются три вида опционов.

1. Опцион «без денег». Если рыночная ситуация сложилась таким образом, что для опциона колл цена исполнения выше текущей стоимости заложенных в его основу рыночных инструментов, то такой опцион называется опционом «без денег». Опцион пут становится опционом «без денег» в том случае, когда цена исполнения ниже текущей стоимости заложенных в основу опциона рыночных инструментов. Например, при текущей рыночной цене акции, равной 40 руб., опцион колл с ценой исполнения 45 руб. был бы опционом «без денег» на сумму 5 руб., а опцион «пут» — на эту же сумму при цене исполнения 35 руб.

2. Опцион «в деньгах». В том случае, когда текущая рыночная стоимость заложенных в основу

опциона колл финансовых инструментов выше цены исполнения опциона, такой опцион колл называют «в деньгах». Опцион пут называют «в деньгах», если текущая рыночная стоимость заложенных в его основу инструментов ниже цены исполнения опциона. Например, если бы текущая рыночная цена акции была равна 43 руб., то опцион колл с ценой исполнения 40 руб. был бы «в деньгах» на сумму 3 руб.

3. Термин «опцион за деньги» означает, что текущая рыночная стоимость активов, заложенных в основу опциона, равна цене исполнения.

При осуществлении программы, связанной с выпуском опциона, основной риск — это отсутствие законодательного определения опциона и его основных признаков и характеристик, а также риск неоднозначной трактовки различными государственными регулирующими органами понятия опциона, механизма его действия и применимого законодательства к нему. Кроме того, открытым остается вопрос, как трактовать применимое к опционам налоговое законодательство, но это в большей мере зависит от налоговых органов. При отсутствии законодательства об опционах есть риск, что право, которое закрепляет опцион, останется нереализуемым (или никоим образом не обеспеченным), и тогда инвесторы смогут отказаться от приобретения опционов даже на очень привлекательные базисные активы. Более того, на нерегулируемых рынках (биржевом или внебиржевом) опционов возможны многочисленные злоупотребления.

Важнейшими общими для использования опционов на финансовом рынке чертами являются:

- функциональная и ценовая вторичность;
- необходимость и достаточность значения базисного показателя для определения цены опциона;
- возможность однозначного определения значения базисного показателя для заданного момента времени.

Опцион — инструмент, стоимость которого непосредственно зависит от (и может быть рассчитана исходя из) подлежащего однозначному определению значения некоторого объективно существующего показателя — базиса, представляющего собой цену некоторого актива либо некоторую рассчитываемую величину.

В качестве главных тенденций развития сегмента стандартных контрактов на фондовые активы в мире необходимо рассматривать:

- продолжение процессов интеграции и консолидации рынка, реализующихся как через

- внутринациональные и трансграничные слияния инфраструктурных объектов и концентрацию торговой активности в рамках площадок-лидеров, так и через гармонизацию технологических решений, стандартов и подходов к регулированию отрасли;
- существенный рост значения развивающихся рынков за счет формирования в их рамках самостоятельных биржевых центров, перераспределения объемов торгов в их пользу, усиления влияния особенностей таких центров на мировую структуру рынка в разрезе торгуемых инструментов;
- трансформацию структуры представленных на рынке контрактов за счет усиления индексного сегмента, ускоренного роста объемов торгов фьючерсами на акции и конструирования принципиально новых видов инструментов;
- сохранение в качестве одного из основных факторов роста объемов торговли широкого участия индивидуальных инвесторов.

Наиболее значимыми проблемами, препятствующими дальнейшему развитию отечественного рынка опционов на фондовые активы, являются:

- отсутствие механизмов оптимизации одновременного участия на рынке стандартных контрактов и рынке базисных активов и невозможность использования российской инфраструктуры для управления рисками зарубежных рынков;
- высокая зависимость ликвидности рынка от активности частных инвесторов и недостаточное участие профессиональных игроков финансового рынка;
- ограниченность круга представленных инструментов (слабое развитие опционного сегмента, зависимость от небольшого количества контрактов в сегменте инструментов на отдельные акции, отсутствие нетрадиционных инструментов).

Перспективными направлениями развития отечественного рынка стандартных контрактов на фондовые активы должны стать:

- повышение эффективности биржевой инфраструктуры, реализующееся через консолидацию торговой активности в рамках единой площадки, создание механизмов взаимодействия между лидерами срочного и фондового сегментов и создание предпосылок для интернационализации инфраструктуры;

- расширение и гармонизация структуры участия в торгах за счет сохранения в качестве фактора поддержания ликвидности широкого участия частных лиц с одновременным снятием барьеров для институциональных инвесторов и повышением привлекательности рынка для иностранных игроков;
- совершенствование инструментария рынка: расширение круга доступных базисных активов в опционном сегменте, формирование новых видов контрактов (на волатильность, на инструменты коллективных инвестиций).

#### Список литературы

1. *Галанов В. А.* Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы. Учебник. М.: Финансы и статистика, 2002. 464 с. С. 446.
2. *Иванова Е. В.* Опционный контракт: феномены регулирования //Международные банковские операции, 2006, № 3.
3. *Иванова Е. В.* Фьючерсные и опционные контракты как инструменты срочного биржевого рынка. //Международные банковские операции, 2007, № 5.
4. *Мураховский Д. С.* Особенности и современные тенденции развития зарубежных рынков стандартных контрактов на фондовые активы. // Журнал «Финансы и кредит», № 48 (336), 2008.
5. *Лузановский А. А.* Построение оптимальных опционных комбинаций. //Финансы и кредит, 2008. № 3.
6. *Сафонова Т. Ю.* Биржевая торговля производными инструментами. Учебно-практическое пособие. М.: Дело, 2000. 544 с. С. 51.
7. Стратегия развития финансового рынка до 2020 года.
8. *Томсетт Майкл С.* Торговля опционами: спекулятивные стратегии, хеджирование, управление рисками/Пер. с англ. М.: Издательский Дом «Альпина», 2001. 360 с. С. 26.
9. *Фельдман А. Б.* Производные финансовые и товарные инструменты: учебник. Финансы и статистика, 2003. 304 с. С. 110.
10. Финансы. Оксфордский толковый словарь. М., 1997.
11. Ценные бумаги: учебник/Под ред. В. И. Колесникова, В. С. Торкановского. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2001. 448 с.
12. [www.micex.ru](http://www.micex.ru).