

# LE NEWS DEL MESE

## IN QUESTO NUMERO

Le news del mese	1
Nel prossimo numero	1
Prima pagina	2
IDEM Quiz	5
Il calendario	5
Indicatori Opzioni	6
Indice e Volatilità	7
Statistiche del mese	7
Contatti	7

## BORSA ITALIANA ORGANIZZA LA II TRADING ONLINE EXPO 7 - 8 MAGGIO PALAZZO MEZZANOTTE



La seconda edizione della Trading Online Expo sarà ospitata nel Congress and Training Centre di Palazzo Mezzanotte, sede di Borsa Italiana, il 7-8 maggio. 34 espositori, tra broker online, società emittenti di covered warrant, certificates e ETF e società di servizi di supporto al trading, e quest'anno, per la prima volta un programma di formazione di Borsa Italiana per gli investitori individuali per dare l'occasione al pubblico di conoscere da vicino le novità riguardanti le piattaforme di trading, il data vending e approfondire il funzionamento dei mercati e le tecniche di trading online.

### Dividendo straordinario per le opzioni su Seat Pagine Gialle

Lo scorso 16 aprile per i contratti di opzione sull'azione Seat Pagine Gialle il prezzo di esercizio è stato rettificato decurtando il dividendo straordinario, mentre il lotto è rimasto invariato; tutte le serie di opzioni dopo la rettifica sono state contrassegnate sul sistema di trading da una "X" finale, ed i prezzi di esercizio sono stati arrotondati alla quarta cifra decimale.

Nella sezione del sito di Borsa Italiana dei Comunicati IDEM sono disponibili i comunicati sull'operazione e gli strike price rettificati.

[www.borsaitalia.it/it/mercati/derivati/primopiano](http://www.borsaitalia.it/it/mercati/derivati/primopiano)

*... nel prossimo numero parleremo di...*

**Strategie operative di Trading di Volatilità**



# PRIMA PAGINA

## L'APPROCCIO PROFESSIONALE AL TRADING DI VOLATILITÀ

Uno degli elementi fondamentali per il trading di opzioni è la conoscenza della volatilità e delle sue caratteristiche. È infatti proprio sulla volatilità che molti *trader* concentrano la loro attività.

### A cura di

Luca Albanesi  
Silvia Grassi  
Gennaro Vicidomini  
**Abaxbank**

"Se inizierai a fare questo lavoro ti renderai conto che per un *trader* di volatilità comprare una call è la stessa cosa di comprare una put". Queste sono le parole che mi sono state dette da quello che sarebbe diventato il mio futuro responsabile di desk in occasione del mio primo colloquio di lavoro. Non nego che accolsi quelle parole con grande stupore e ancor maggiore curiosità e non nego anche che furono proprio quelle parole a farmi riflettere sulle diverse variabili che portano alla formazione di un *book* di opzioni.

Quando si parla di volatilità è molto facile fare confusione tra diversi concetti di volatilità: volatilità realizzata futura, implicita e storica.

In teoria tutte le decisioni dei *trader* dipendono dalla relazione tra prezzo di mercato e valore teorico. Se qualcosa costa poco, ma ha un valore teorico alto verrà comprata, se, al contrario, il prezzo di mercato è molto alto rispetto al valore teorico sarà venduta.

Nel mercato delle opzioni il prezzo è rappresentato dal livello di volatilità implicita associata ad una determinata opzione, che può essere facilmente osservata sul mercato. Non è ovviamente osservabile il valore teorico di un'opzione! Questo infatti dipende da quello che succederà sul prezzo del sottostante durante la vita della stessa, o meglio dalla volatilità del sottostante durante l'intera vita dell'opzione. Per poter determinare quest'ultima volatilità, e quindi il valore teorico di un'opzione, i *trader* si affidano a diverse considerazioni.

### L'effetto *mean reverting* della volatilità.

La prima considerazione è che nel medio-lungo periodo la volatilità realizzata tende a riportarsi verso un valore medio, si dice che è un processo *mean reverting*. Un fattore che però influisce sulla "reversibilità" della volatilità verso la media è il periodo che si prende come riferimento; se la previsione viene effettuata su un'opzione con scadenza molto ravvicinata il cui sottostante si è mosso molto nell'ultimo periodo, non è molto probabile che la volatilità si riporti sui valori medi. Quindi un fattore importante da tenere in considerazione è il trend della volatilità e se questo trend tende ad allontanarsi o a riportarsi verso il valore medio.

### Il Cono di volatilità.

In assenza di altre informazioni la volatilità realizzata nel passato rappresenta la migliore indicazione della ipotetica volatilità futura. È per questo motivo che spesso, parlando della struttura per scadenza della volatilità, si parla di "cono di volatilità" (si veda Figura 1), con le volatilità sulle scadenze più lunghe che si concentrano intorno al valore medio maggiormente di quelle con vita a scadenza più breve.

### Lo "smile" di volatilità.

Se vivessimo in un mondo ideale, tutte le opzioni sul medesimo sottostante e con stessa scadenza avrebbero la stessa volatilità implicita (struttura piatta). Questo è difficilmente riscontrabile nel mercato reale dove, al contrario, opzioni con

**ABAXBANK**

stesso sottostante e stessa scadenza, ma *strike* differenti sono valutate con diversi livelli di volatilità implicita. Tale fenomeno è indicato dagli operatori con il termine tecnico di *skew* o *smile* (Figura 2).

Nel mondo reale quindi esistono dinamiche che modificano il livello di volatilità sui singoli *strike*. Nel mercato delle opzioni su azioni lo *skew* ha, normalmente inclinazione negativa, indicando volatilità implicite tanto più alte quanto più basso è lo *strike*.

Vediamo alcune ragioni che spiegano questo fenomeno:

**1.** Facendo riferimento alla struttura del mercato del risparmio gestito (fondi) e della clientela istituzionale (banche, assicurazioni, ecc.), un gestore di un portafoglio azionario è tipicamente preoccupato di proteggere gli investimenti da una diminuzione del prezzo delle azioni. Per fare questo può comprare opzioni put *out-of-the-money* e vendere call *out-of-the-money*, generando una maggiore domanda di opzioni put con *strike* inferiore al livello *at-the-money* e maggiore offerta di opzioni call con *strike* superiore alla *at-the-money*, che si traduce in un aumento della volatilità implicita per le serie di opzioni con *strike* inferiore alla *at-the-money*.

**2.** Il secondo motivo è associato all'alta volatilità che storicamente si riscontra in un mercato ribassista e della "tranquillità" che accompagna un contesto di corsi azionari al rialzo. Pertanto la *smile* sconta che un mercato *bearish* comporta un aumento della volatilità implicita e uno *bullish* implica un calo della stessa.

**3.** Altre motivazioni che spiegano questo fenomeno sono infine legate ai modelli matematici utilizzati per la valutazione delle opzioni.

**La superficie tridimensionale di volatilità.** L'elemento fondamentale per svolgere l'attività di trading consiste proprio nella costruzione della struttura a termine, calcolata utilizzando il valore della volatilità *at-the-money* su tutte le scadenze e integrandola con i valori di *skew* osservati su ogni singola scadenza, determinando così quella che in gergo è definita superficie tridimensionale di volatilità. Essa permette di osservare le volatilità implicite in funzione della vita residua delle opzioni e dei relativi *strike* e di individuare il valore teorico delle

opzioni sulla base del quale gli operatori prenderanno le proprie decisioni di trading. Si consideri il seguente esempio di superficie di volatilità sulle opzioni su azioni TIM:

Tempo a scadenza	Volatilità ATM	Skew
3 Mesi	18.50%	0,094
12 Mesi	20.50%	0,042
24 Mesi	20.75%	0,059
60 Mesi	20.95%	0,035

Interpolando tutti i dati di volatilità e *skew* si ottengono i grafici di *smile* in Figura 2 e la struttura a termine in Figura 3.

Unendo i dati di *skew* (*smile*) e la struttura a termine della volatilità si ottiene la superficie tridimensionale di volatilità in Figura 4.

Fare trading di volatilità significa principalmente fare trading sulla base delle greche che una posizione in opzioni può generare; oltre al delta (che in prima battuta è *neutral*, ovvero pari a zero) gli operatori di volatilità fanno trading in base al gamma e al vega. Quando si immagina il *book* di un *trader* di volatilità bisogna immaginarlo come un insieme di righe (una per ogni singolo sottostante) e varie colonne: principalmente il delta, il gamma, il vega e il theta (omettiamo il rho in questa analisi). Tali greche sono il frutto dell'aggregazione di tante posizioni su opzioni sullo stesso sottostante ma distinte per *strike* e *maturity*. Così un *trader* si troverà a "leggere" il *book* come somma delle scadenze tecniche di giugno, settembre, dicembre ecc. e per ogni scadenza delle singole call e put che avrà comprato o venduto.

Pertanto per ogni scadenza tecnica il *trader* si troverà di fronte alle 5 greche sommate, che viste nel loro insieme forniscono una "fotografia" della sua posizione. Bisogna notare però che la "fotografia" è un'immagine statica mentre la realtà è dinamica ovvero essa cambia al variare del livello del sottostante, dei tassi di interesse e dei dividendi.

Per fare un esempio sempre su TIM, ad un certo punto il *book* del *trader* sarà composto come in Tabella 1. Questo *book* sarà il frutto delle aggregazioni delle greche in Tabella 2. Si noti infine che il delta della posizione in opzioni è pari a 408,700 € che, sommato al controvalore di 190,000 azioni corte a 4.73 (898,700 €), dà una posizione netta di -490,000 €.



### Cono di Volatilità

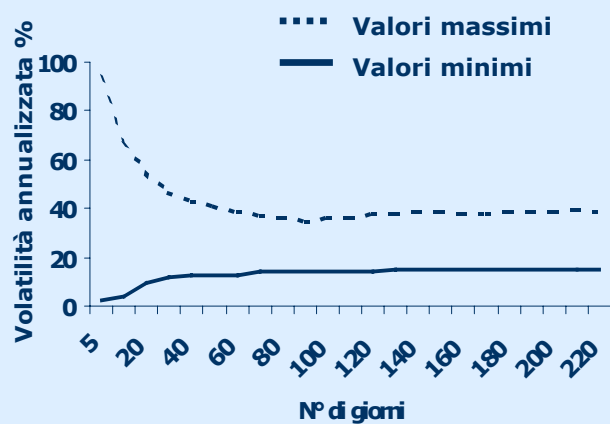


Figura 1.

### Smile di Volatilità

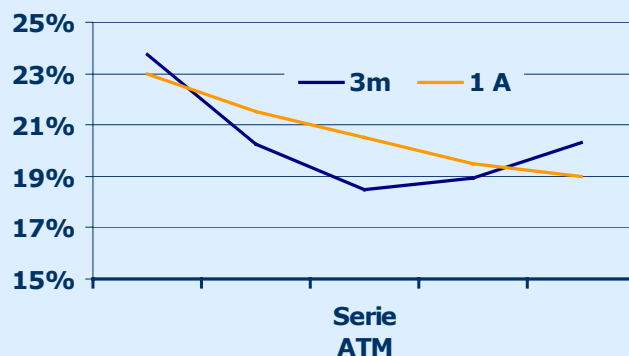


Figura 2.

### Struttura a termine della Volatilità

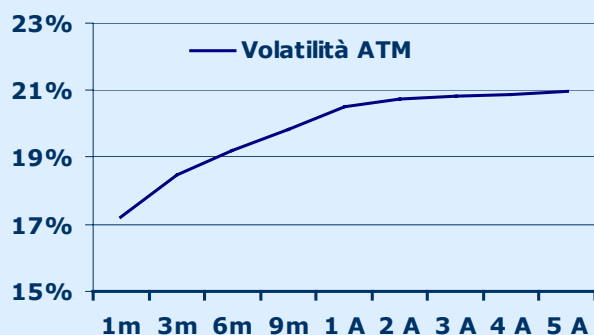


Figura 3.

### Superficie tridimensionale di Volatilità

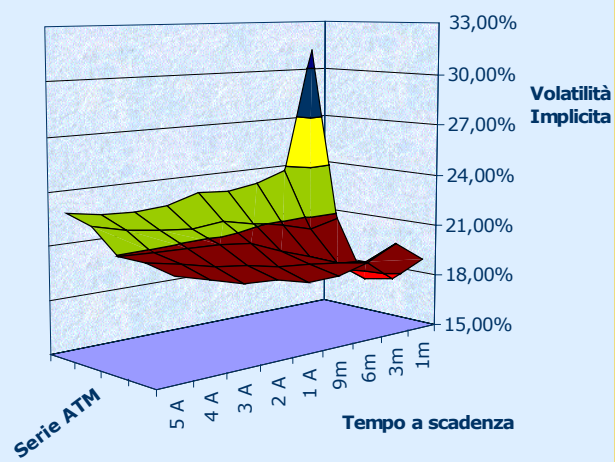


Figura 4.

Tabella 1.

TIM	N. Azioni	DELTA	GAMMA	VEGA	THETA
4,73	- 190.000	-490.000€	520.000€	14.780€	-2.200€

Tabella 2.

Scadenza	DELTA	GAMMA	VEGA	THETA
Giugno 2004	1.220.000€	450.000€	5.780€	-2.800€
Settembre 2004	-535.000€	-80.000€	-2.600€	1.000€
Dicembre 2004	-276.300€	150.000€	11.600€	-400€

# IDEM QUIZ

## STRATEGIA DI COPERTURA - ACQUISTO DI PROTECTIVE PUT

Con l'acquisto di un'opzione *put* è possibile coprire una posizione su azioni da eventuali ribassi di mercato, pagando il solo premio per l'acquisto della *put*.

**Esempio:** supponiamo che un investitore abbia in portafoglio 5.000 azioni Seat Pagine Gialle (che quota 0,37€) e voglia proteggersi da un eventuale ribasso del titolo sotto un dato livello di prezzo: con l'acquisto di opzioni *put* su Seat Pagine Gialle l'investitore potrà coprire la posizioni da improvvisi ribassi del titolo. L'investitore dovrà poi scegliere lo strike price e la scadenza della *put* da acquistare:

- la scelta dello strike price segna il livello al di sotto del quale si vuole proteggere il ribasso dell'azione;
- la scelta della scadenza indica il periodo di tempo per il quale si intende proteggere la posizione.

1. Scegliendo uno strike price 0,34, quale perdita non viene coperta dalla *put*?
2. Qual è la differenza tra una protective *put* e la vendita di uno *stock future*?

**SOLUZIONE:** 1. La differenza tra il prezzo dell'azione e lo strike price scelto, moltiplicato per il numero di azioni sottostanti  $((0,37 - 0,34) * 5.000 = 150€)$ , e la perdita non coperta dall'acquisto di una *put*. 2. Sia l'acquisto di una *put* che la vendita di uno *stock future* coprono dal ribasso del sottostante, ma con una differenza sul profilo di perdita potenziale: se vendendo uno *stock future* la perdita in caso di rialzo del sottostante è potenzialmente illimitata, una posizione *long* su *put* ha una perdita potenziale limitata al solo premio pagato per l'opzione.

## IL CALENDARIO

A Maggio 2004 saranno 21 i giorni di borsa aperta.

A Giugno 2004 saranno 22 i giorni di borsa aperta.

I maggiori eventi sul mercato IDEM nel mese di Maggio e Giugno sono:

- 7/8 maggio Venerdì e Sabato - seconda edizione della "Trading Online Expo", la manifestazione dedicata al mondo del trading online organizzata da Borsa Italiana
- 21 maggio - scadenza opzioni IDEM e IDEM *stock futures*

BORSA ITALIANA											
CALENDARIO 2004											
BORSA, NUOVO MERCATO, MERCATO EXPANDI e IDEM											
<b>GENNAIO</b>	<b>FEBBRAIO</b>	<b>MARZO</b>	<b>APRILE</b>	<b>MAGGIO</b>	<b>GIUGNO</b>	<b>LUGLIO</b>	<b>AGOSTO</b>	<b>SETTEMBRE</b>	<b>OTTOBRE</b>	<b>NOVEMBRE</b>	<b>DICEMBRE</b>
1 Gio	1 Dom	1 Lun	1 Gio	1 Sab	1 Mar	1 Gio	1 Dom	1 Mer	1 Ven	1 Mar	1 Mar
2 Ven	2 Lun	2 Mar	2 Ven	2 Dom	2 Mar	2 Ven	2 Lun	2 Gio	2 Sab	2 Mar	2 Gio
3 Sab	3 Mar	3 Mer	3 Sab	3 Lun	3 Gio	3 Sab	3 Lun	3 Ven	3 Dom	3 Mar	3 Ven
4 Dom	4 Mer	4 Gio	4 Dom	4 Mar	4 Ven	4 Dom	4 Mar	4 Sab	4 Lun	4 Gio	4 Sab
5 Lun	5 Gio	5 Ven	5 Lun	5 Mer	5 Dom	5 Lun	5 Gio	5 Dom	5 Mar	5 Ven	5 Dom
6 Mar	6 Ven	6 Sab	6 Mar	6 Gio	6 Dom	6 Mar	6 Ven	6 Lun	6 Mer	6 Sab	6 Lun
7 Mer	7 Sab	7 Dom	7 Mer	7 Ven	7 Lun	7 Mer	7 Sab	7 Mar	7 Gio	7 Dom	7 Mar
8 Gio	8 Dom	8 Lun	8 Gio	8 Sab	8 Mar	8 Gio	8 Dom	8 Mer	8 Ven	8 Lun	8 Mer
9 Ven	9 Lun	9 Mar	9 Ven	9 Dom	9 Mar	9 Ven	9 Lun	9 Gio	9 Sab	9 Mar	9 Gio
10 Sab	10 Mar	10 Mer	10 Sab	10 Lun	10 Gio	10 Sab	10 Lun	10 Ven	10 Dom	10 Mar	10 Ven
11 Dom	11 Mer	11 Gio	11 Dom	11 Mar	11 Ven	11 Dom	11 Mar	11 Sab	11 Lun	11 Gio	11 Sab
12 Lun	12 Gio	12 Ven	12 Lun	12 Mer	12 Dom	12 Lun	12 Gio	12 Dom	12 Mar	12 Ven	12 Dom
13 Mar	13 Ven	13 Sab	13 Mar	13 Gio	13 Dom	13 Mar	13 Ven	13 Lun	13 Mer	13 Sab	13 Lun
14 Mer	14 Sab	14 Dom	14 Mar	14 Ven	14 Lun	14 Sab	14 Lun	14 Gio	14 Dom	14 Mar	14 Mar
15 Gio	15 Dom	15 Lun	15 Gio	15 Sab	15 Mar	15 Gio	15 Dom	15 Mer	15 Ven	15 Lun	15 Mar
16 Ven	16 Lun	16 Mar	16 Ven	16 Dom	16 Mar	16 Ven	16 Lun	16 Gio	16 Sab	16 Mar	16 Gio
17 Sab	17 Mar	17 Gio	17 Sab	17 Lun	17 Mer	17 Sab	17 Lun	17 Gio	17 Ven	17 Mar	17 Ven
18 Dom	18 Mer	18 Gio	18 Dom	18 Mar	18 Ven	18 Dom	18 Mar	18 Sab	18 Lun	18 Gio	18 Sab
19 Lun	19 Gio	19 Ven	19 Lun	19 Mer	19 Dom	19 Lun	19 Gio	19 Dom	19 Mar	19 Ven	19 Dom
20 Mar	20 Ven	20 Sab	20 Mar	20 Gio	20 Dom	20 Mar	20 Ven	20 Lun	20 Mer	20 Sab	20 Lun
21 Mer	21 Sab	21 Dom	21 Mar	21 Ven	21 Lun	21 Mer	21 Sab	21 Mar	21 Gio	21 Dom	21 Mar
22 Gio	22 Dom	22 Lun	22 Gio	22 Sab	22 Mar	22 Gio	22 Dom	22 Mer	22 Ven	22 Lun	22 Mar
23 Ven	23 Lun	23 Mar	23 Ven	23 Dom	23 Mar	23 Ven	23 Lun	23 Gio	23 Sab	23 Mar	23 Gio
24 Sab	24 Mar	24 Gio	24 Sab	24 Lun	24 Mer	24 Sab	24 Lun	24 Gio	24 Ven	24 Mar	24 Ven
25 Dom	25 Mer	25 Gio	25 Dom	25 Mar	25 Ven	25 Dom	25 Mar	25 Sab	25 Lun	25 Gio	25 Sab
26 Lun	26 Gio	26 Ven	26 Lun	26 Mer	26 Dom	26 Lun	26 Gio	26 Dom	26 Mar	26 Ven	26 Dom
27 Mar	27 Ven	27 Sab	27 Mar	27 Gio	27 Dom	27 Mar	27 Ven	27 Lun	27 Mer	27 Sab	27 Lun
28 Mer	28 Sab	28 Dom	28 Mar	28 Ven	28 Lun	28 Mer	28 Sab	28 Mar	28 Gio	28 Dom	28 Mar
29 Gio	29 Dom	29 Lun	29 Gio	29 Sab	29 Mar	29 Gio	29 Dom	29 Mer	29 Ven	29 Lun	29 Mer
30 Ven	30 Mar	30 Gio	30 Ven	30 Dom	30 Mar	30 Ven	30 Lun	30 Gio	30 Sab	30 Mar	30 Gio
31 Sab	31 Mer	31 Gio	31 Dom	31 Lun	31 Mar	31 Sab	31 Lun	31 Gio	31 Dom	31 Mar	31 Ven

• DATA STACCO  
 • SCADENZA INDEX FUTURES IDEM  
 • SCADENZA OPZIONI IDEM e IDEM STOCK FUTURES

BORSA CHIUSA DIURNO + AFTER HOURS (TAH e TAHnm)  
 MERCATO AFTER HOURS CHIUSO (TAH e TAHnm)

www.borsaitaliana.it



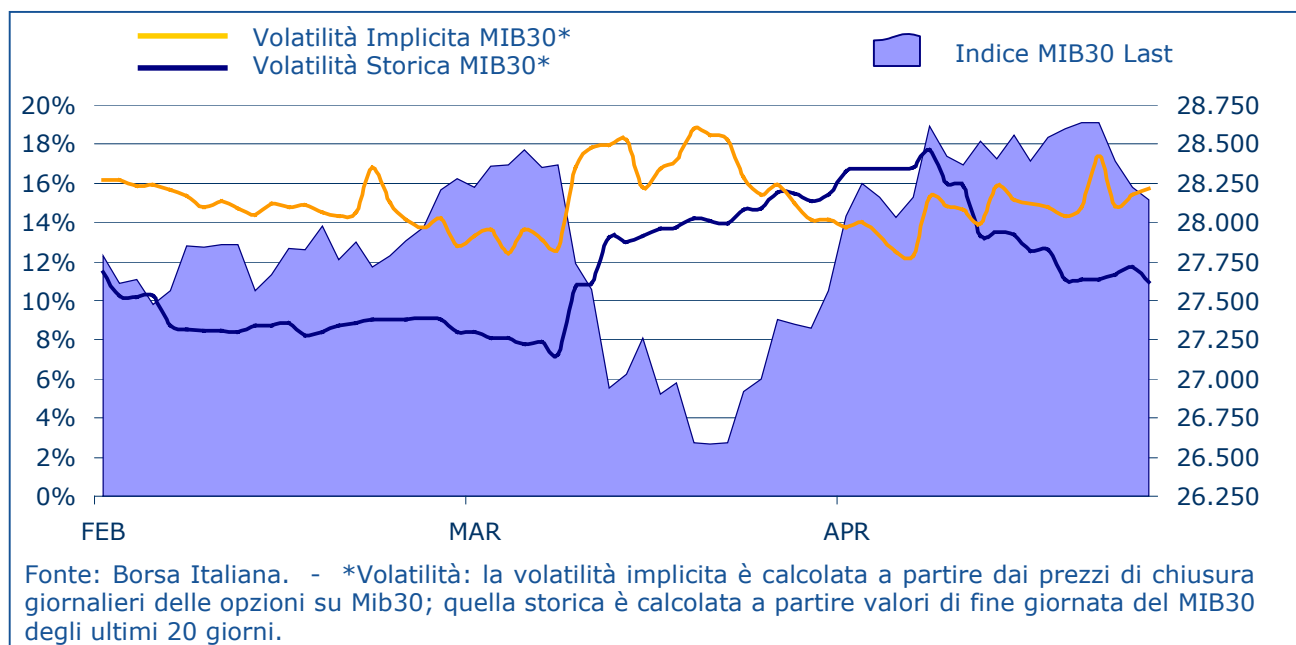
# INDICATORI OPZIONI

SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' ' 3 MESI*	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
ACEA	0,4%	10,5%	17,3%	80	58	0,73
AEM	-2,5%	14,3%	14,9%	396	32	0,08
ALITALIA	-0,9%	37,6%	28,3%	1.749	663	0,38
ALLEANZA	-0,4%	11,7%	14,1%	9.158	9.356	1,02
AUTOGRILL	1,2%	22,9%	17,6%	5.249	7.570	1,44
AUTOSTRADE	5,8%	9,1%	14,9%	10.844	13.150	1,21
BANCA FIDEURAM	6,5%	19,0%	21,8%	6.186	2.632	0,43
BANCA INTESA	1,8%	28,1%	22,6%	56.464	28.680	0,51
BANCA MONTE PASCHI SIENA	8,8%	15,5%	17,5%	3.552	1.205	0,34
BANCA NAZ LAVORO	1,1%	27,3%	24,2%	2.403	1.019	0,42
BANCHE POPOLARI UNITE	6,8%	13,1%	13,4%	1.384	1.083	0,78
BANCO POPOLARE VERONA E NOVARA	5,1%	15,1%	16,5%	560	91	0,16
BULGARI	7,3%	18,8%	27,5%	1	-	-
CAPITALIA	8,0%	26,0%	30,1%	1.402	925	0,66
E.BISCOM	2,2%	18,3%	26,5%	990	1.007	1,02
ENEL	0,9%	11,8%	13,8%	34.731	18.302	0,53
ENI	2,5%	15,9%	14,4%	16.430	32.966	2,01
FIAT	4,3%	23,2%	21,9%	30.452	33.982	1,12
FINECOGROUP	-2,0%	25,9%	29,0%	691	308	0,45
FINMECCANICA	0,5%	21,4%	22,9%	933	1.144	1,23
GENERALI	5,5%	12,3%	13,6%	64.890	38.550	0,59
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	3,1%	16,0%	19,9%	572	370	0,65
LUXOTTICA	7,2%	18,4%	19,4%	428	317	0,74
MEDIASET	1,2%	16,9%	19,5%	4.152	4.364	1,05
MEDIOBANCA	1,8%	14,3%	14,9%	4.391	2.943	0,67
MEDIOLANUM	8,0%	21,0%	21,9%	3.343	2.652	0,79
MONDADORI EDITORE	4,6%	14,4%	15,2%	4	-	-
PIRELLI & C	6,5%	13,8%	21,2%	6.304	4.691	0,74
RAS	4,7%	11,3%	12,3%	3.022	3.819	1,26
RCS MEDIAGROUP	15,3%	23,5%	24,7%	1	-	-
SAN PAOLO IMI	4,0%	19,8%	19,8%	10.391	12.613	1,21
SEAT PAGINE GIALLE	-10,8%	26,8%	20,3%	6.001	5.133	0,86
SNAM RETE GAS	0,3%	7,4%	10,2%	2.371	2.638	1,11
STMICROELECTRONICS	-4,7%	25,5%	23,4%	95.050	41.429	0,44
TELECOM ITALIA	5,2%	11,9%	14,9%	27.135	19.169	0,71
TELECOM ITALIA RSP	4,9%	14,6%	15,7%	8.815	35.858	4,07
TIM	2,9%	9,7%	12,1%	37.056	39.694	1,07
TISCALI	-7,5%	27,6%	31,4%	3.779	1.419	-
UNICREDITO ITALIANO	-0,9%	14,0%	14,4%	12.760	16.108	1,26

Fonte: Borsa Italiana

\* La performance a 1 mese e le volatilità storiche a 1 mese e 3 mesi sono calcolate sui prezzi dei titoli sottostanti i contratti di opzione

# INDICE E VOLATILITÀ



## STATISTICHE DEL MESE

PRODOTTO	N. CONTRATTI	CONTROVALORE (€ML)	N CONTRATTI MEDIA GIORN.	OPEN INTEREST
Future su indice	261.838	36.402	13.092	19.623
miniFuture su indice	135.952	3.780	6.798	7.067
Opzioni su indice	189.374	13.014	9.469	124.762
IDEM Stock Futures	87.262	444	4.363	118.926
Opzioni su azioni	860.060	3.253	43.003	1.574.901
<b>TOTALE IDEM</b>	<b>1.534.486</b>	<b>56.864</b>	<b>76.724</b>	<b>1.845.279</b>

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi ad Aprile 2004

Sul sito di Borsa Italiana [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) sono disponibili giornalmente:

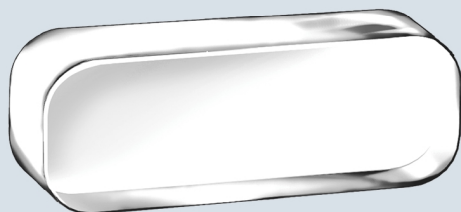
- Tabella delle 5 opzioni su azioni più scambiate,
- Tabella dei 5 stock futures più scambiati
- Book a 5 livelli ritardato di 20 minuti per tutti i prodotti IDEM
- Intraday di tutti i contratti eseguiti sui prodotti IDEM
- Listino ufficiale (con tutti i dati relativi all'ultima negoziazione di Borsa)
- Andamento intraday dell'open interest su FIB e MiniFIB

I dati sono disponibili all'interno della sezione derivati.



Più trasparenza

Più effetto leva



Meno complessità

**PIU' TRASPARENTI DI COSI' NON SI PUO'.**  
Nuovi MINI Future Certificates ABN AMRO.  
Da oggi il prezzo del market-maker si calcola con una sottrazione.

Per maggiori informazioni sui prodotti ABN AMRO:

Fax: 800 - 784 - 377  
[www.certificates.it](http://www.certificates.it)  
[info@certificates.it](mailto:info@certificates.it)  
Televideo Rai: pag. 343

Reuters AAHIT  
Bloomberg AAIT

ABN AMRO  
Structured Products Italy  
Casella Postale 1250  
20101 Milano



**ABN·AMRO**