

Marzo 2010 | Numero 85 | newsletter mensile

IN QUESTO NUMERO

Copertina	Report Future FTSE MIB	1
Prima pagina	News e Calendario Negoziazione	2
Le strategie	Short Iron Butterfly	4-5
Institutional Investors	Volatilità implicita e volatilità storica: spunti operativi	6-8
Corporate Derivatives	Nuovi risultati della ricerca accademica sulla relazione fra trading sulle opzioni e trading sulle azioni sottostanti	10-11
Statistiche del mese		12-13
Contatti		14

PRIMO PIANO

Report Future FTSE MIB

Ultimo mese caratterizzato da un buon rialzo per il future FTSE Mib (*) (PC: **22900**). I corsi dopo il doppio minimo del mese di febbraio nell'area **20700**, intraprendono un interessante cammino rialzista. Il derivato si porta prima sopra alle **21900**, per poi andare al test delle **22950**.

Per le prossime sedute: il trend di medio periodo dei corsi resta neutro ribassista. Durante le ultime sedute il future si è portato nelle vicine della parte alta del range, che transita tra le **23000** e le **23400/500**.

Ne consegue che sarebbe solo la netta violazione delle **23400/500**, a fornire un segnale di forza e di acquisto valido per il medio periodo. In tal caso i corsi potrebbero spingersi in direzione degli ultimi massimi di area **24500** prima e delle **26000** in seguito.

Viceversa, un primo segnale di debolezza si avrebbe solo sotto le **22400/300**, per le **21900/800**. Ma sarebbero solo implicazioni ribassiste sotto quest'ultima area a fornire un segnale di più marcata debolezza, che aprirebbe le porte all'importante e determinante fascia supportiva, valida per il lungo periodo e individuabile a ridosso delle **20400/20000**.

SUPPORTI: 22700+; 22400/300++; 21900/800++; 21300+; 20800/700+; 20450++; 20000++

RESISTENZE: 23050/100++; 23200/350+; 23500++; 24050++; 24500++; 25000/25100+; 25300+

Analisi del trend: major: up; medium: side; minor: up

A cura di **Andrea Savio**
Ufficio Analisi Tecnica Gruppo Banca Sella

EDITORIALE

Cari lettori,

In questo numero approfondiremo la Short Iron Butterfly, strategia che l'operatore può implementare quando non ha aspettative rialziste o ribassiste poichè genera profitti quando la volatilità del sottostante rimane bassa ed il suo prezzo compreso tra le due ali della strategia.

La sezione Institutional Investors approfondisce la volatilità, concetto più volte oggetto di analisi e discussione nello studio dei derivati. L'autore delinea la volatilità storica e implicita utilizzando esempi operativi.

Infine la sezione Corporate Derivatives analizza il rapporto fra attività di trading sul mercato azionario e contrattazioni sul mercato dei derivati che hanno come sottostante i medesimi titoli, valutando i diversi fattori che ne influenzano la scelta.

Per informazioni:
IDEMagazine@borsaitaliana.it



Grafico a cadenza giornaliera (periodo giugno 2008 - marzo 2010)

News

Atlantia: aumento gratuito del capitale

Con riferimento all'Avviso n. 3043 del 5 marzo 2010, in cui si precisa che "Il Consiglio di Amministrazione ha, infine, deliberato di proporre all'Assemblea degli azionisti, che sarà convocata anche in sede straordinaria, di aumentare gratuitamente il capitale sociale, ai sensi dell'art. 2443 cod. civ., per un importo massimo di nominali € 28.585.578,00 mediante emissione, nella prima data utile in base al calendario di borsa nel mese di giugno del corrente anno, di massime n. 28.585.578 nuove azioni ordinarie, aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, da assegnare gratuitamente ai soci nei limiti delle riserve disponibili, con conseguente modifica dell'art. 6 dello Statuto Sociale. L'operazione proposta costituisce una modalità attuativa della politica di dividendi già nota al mercato attraverso l'incremento del numero delle azioni", Borsa Italiana ha comunicato che, a seguito di tale operazione sul capitale ed in base agli artt. IA.9.1.7 comma 1b) e all'art. IA.9.1.11 comma 1b), verranno rettificati i contratti di opzione e futures su azioni Atlantia.

K factor su Banco Popolare

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 2481 e 2482 del 24 febbraio 2010, Borsa Italiana ha comunicato che il coefficiente K per la rettifica delle opzioni e dei futures su azioni BANCO POPOLARE è pari a 0,963548. Il lotto rettificato è pari a 519 azioni: le nuove serie di opzioni e futures su azioni BANCO POPOLARE che sono entrate in negoziazione il 1 marzo 2010 hanno il lotto pari a 500 azioni. Gli obblighi di market making sulle opzioni e sui futures su azioni BANCO POPOLARE non sono stati modificati a seguito dell'operazione sul capitale.

Il Calendario di Negoziazione

A Marzo saranno 23 i giorni di Borsa aperta. Ad Aprile saranno 20 i giorni di Borsa aperta

I maggiori eventi sul mercato nel mese di marzo e aprile:

- 1, 8, 15, 22, 29 marzo e 6, 12, 19, 26 Aprile: data stacco;
- 19 marzo: scadenza futures su azioni e su indice e opzioni, revisione/ribilanciamento indice FTSE MIB
- 16 aprile: scadenza futures su azioni e opzioni

GENNAIO				FEBBRAIO				MARZO				APRILE									
Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	
			1	2	3		1*	2	3	4	5	6	7	1*	2	3	4	5	6	7	
8*	9	10	11	12	13	14	8*	9	10	11	12	13	14	8*	9	10	11	12	13	14	
15*	16	17	18	19*	20	21	15*	16	17	18	19*	20	21	15*	16	17	18	19*	20	21	
22*	23	24	25	26	27	28	22*	23	24	25	26	27	28	22*	23	24	25	26	27	28	
29*	30	31					29*	30	31					26*	27	28	29	30			
MAGGIO				GIUGNO				LUGLIO				AGOSTO									
Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	
			1	2			1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	5	6	7
8*	9	10	11	12	13	14	8*	9	10	11	12	13	14	8*	9	10	11	12	13	14	
15*	16	17	18	19*	20	21	15*	16	17	18*	19	20	21	15*	16	17	18	19*	20	21	
22*	23	24	25	26	27	28	22*	23	24	25	26	27	28	22*	23	24	25	26	27	28	
29*	30	31					29*	30	31					29*	30	31					
SETTEMBRE				OTTOBRE				NOVEMBRE				DICEMBRE									
Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	Lu	Ma	Me	Gi	Ve	Sa	Do	
			1	2	3	4				1	2	3	4				1	2	3	4	
5*	6	7	8	9	10	11	5*	6	7	8	9	10	11	5*	6	7	8	9	10	11	
12*	13	14	15	16	17	18	12*	13	14	15	16	17	18	12*	13	14	15	16	17	18	
19*	20	21	22	23	24	25	19*	20	21	22	23	24	25	19*	20	21	22	23	24	25	
26*	27	28	29	30			26*	27	28	29	30	31		26*	27	28	29	30	31		

■ DATA STACCO
 ■ SCADENZA FUTURES SU INDICE
 ■ SCADENZA FUTURES SU AZIONI E OPZIONI
 ■ REVISIONE/RIBILANCIAMENTO INDICE FTSE MIB
 ■ GIORNO DI LIQUIDAZIONE PER GLI STRUMENTI NEGOZIATI SUL SEGMENTO EXTRAMOT, EUROHOTEL, EUROHOTEL DELI/LOTI E SUL SEGMENTO IATA INTERNATIONAL DI IATA

BORSA CHIUSA DIURNO - AFTER HOURS
 MERCATO AFTER HOURS CHIUSO

www.borsaitaliana.it



WeTrade



STRATEGIE, METODOLOGIE E DIMOSTRAZIONI DEI PIÙ AUTOREVOLI TRADER PROFESSIONISTI ITALIANI.

Partecipa al grande appuntamento annuale dedicato all'Analisi Tecnica

- I più importanti esperti di trading rivelano le loro strategie
- Operazioni in real time/real money
- Interventi, tavole rotonde, analisi sui mercati e previsioni sugli scenari futuri.

Un evento **gratuito** da non perdere!

ISCRIVITI SUBITO



SE NON PUOI PARTECIPARE ALL'EVENTO SEGUilo IN DIRETTA WEB STREAMING CON VIDEOLIVE > **ISCRIVITI**



IN COLLABORAZIONE CON



MEDIA PARTNERS



WEB PARTNERS



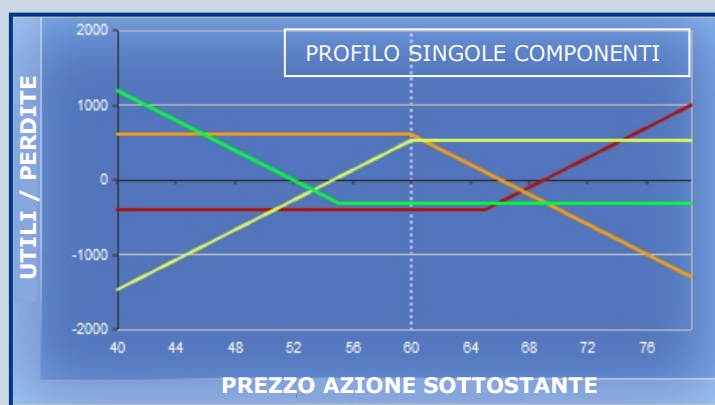
Strategie con le opzioni: SHORT IRON BUTTERFLY

Sintesi

La strategia è composta da una *long call* con *strike* alto, una *short call* e una *short put* con *strike* intermedio, e una *long put* a *strike* basso. Gli *strike* più alto e più basso (ali) devono essere entrambe equidistanti dallo *strike* intermedio (corpo) e tutte le opzioni devono avere la stessa scadenza.

È possibile pensare alla strategia come una combinazione di una *short straddle* e una *long strangle*, oppure come una composizione di una *bear call spread* e *bull put spread*.

- : Pay-off a scadenza
- : Pay-off a scadenza
- : Pay-off a scadenza
- : Pay-off a scadenza



I grafici riportati, che hanno solamente una finalità esemplificativa, si riferiscono all'acquisto di una opzione put e di una call con strike price rispettivamente pari a €55 e €65, con contemporanea vendita di un'opzione put ed una call a €60.

Motivazione

L'investitore utilizza questa strategia per ottenere un profitto dalla composizione di più opzioni. La strategia genera profitti se, a scadenza, il prezzo del sottostante è compreso nel valore delle ali.

Perdita massima

La massima perdita si ha quando, a scadenza, il prezzo del sottostante è maggiore o minore del valore delle ali della butterfly. In questo caso sia la *call* che la *put* sono *in-the-money* e la perdita sarebbe la differenza tra il corpo ed ogni ala, meno il premio ricevuto per aprire la posizione.



Trend di mercato

L'investitore non ha necessariamente aspettative rialziste o ribassiste sul valore dell'attività sottostante ma desidera che la volatilità rimanga bassa entro la scadenza della strategia.

Guadagno massimo

Il massimo guadagno si ha quando, alla scadenza, il prezzo del sottostante è compreso nel valore del corpo. In questo caso tutte le opzioni scadranno senza valore, e il premio ricevuto per aprire la posizione sarà incassato.

Break Even

A scadenza il punto di pareggio della strategia - ovvero il prezzo del sottostante al quale gli utili eguagliano le perdite - si ottiene se il prezzo del sottostante è superiore o inferiore al valore del corpo della butterfly di un ammontare pari al premio ricevuto per aprire la posizione.

$$\text{Break Even} = s + c$$

dove: s = *strike short call/put*, c = credito ricevuto.

Impatto tempo

Il trascorrere del tempo, a parità di altre condizioni, ha un effetto positivo sulla strategia in quanto l'investitore si aspetta leggeri movimenti nel prezzo del sottostante.

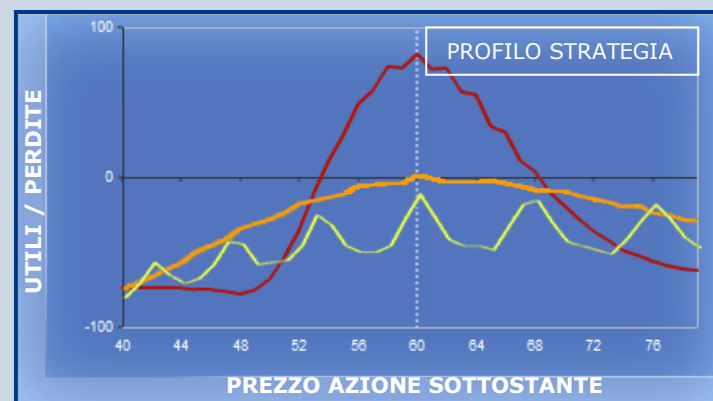
- : Pay-off opzione a scadenza
- : Pay-off opzione con vita residua 75 gg
- : Pay-off opzione con vita residua 150 gg



Impatto volatilità

Un aumento nella volatilità implicita, a parità di altre condizioni, ha un impatto negativo sulla strategia.

- : Pay-off opzione - volatilità 15%
- : Pay-off opzione - volatilità 35%
- : Pay-off opzione - volatilità 55%



STRATEGIA APPLICATA

Simuliamo una strategia Short Iron Butterfly:

- Vendita di una opzione *Call* 60;
- Vendita di una opzione *Put* 60;
- Acquisto di una opzione *Call* 65;
- Acquisto di una opzione *Put* 55;

CALL

- lotto: 100 azioni
- scadenza: settembre 2010
- prezzo esercizio: 60-65 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 5,26-3,3 €

PUT

- lotto: 100 azioni
- scadenza: settembre 2010
- prezzo esercizio: 55-60 €
- volatilità implicita: 35%
- premio: 4,68-2,5 €

Prezzo del sottostante	Valore Call(65)	Valore Call(60)	Valore Put(60)	Valore Put(55)	Utile/Perdita STRATEGIA
30	0	0	-3.000	2.500	-86
40	0	0	-2.000	1.500	-86
50	0	0	-1.000	500	-86
55	0	0	-500	0	-86
60	0	0	0	0	414
65	0	-500	0	0	-86
70	500	-1.000	0	0	-86
80	1.500	-2.000	0	0	-86

Come si può vedere, la strategia fissa un limite massimo alla perdita sostenibile (max 86 €, pari alla differenza tra lo *strike* medio e i due *strike* estremi, meno il premio ricevuto per iniziare la posizione). Il guadagno potenziale è pari al premio ricevuto per aprire la posizione (414 €).

Volatilità implicita e volatilità storica: spunti operativi



Premessa

La volatilità è una misura della velocità con cui si muovono i prezzi di mercato e viene stimata in vari modi: viene calcolata dalle variazioni effettive dei prezzi dell'attività sottostante o dai prezzi delle opzioni che incorporano le aspettative del mercato sulla stessa. Nel primo caso si parla di volatilità storica e ci si riferisce alla variabilità passata; nel secondo caso si parla di volatilità implicita e ci si riferisce alla stima futura sulla volatilità dell'attività sottostante offerta dal mercato.

Questo articolo cercherà di sottolineare alcuni spunti operativi individuabili dall'analisi della volatilità nelle due forme appena esposte.

Spunti operativi dalla volatilità storica

In prima analisi l'osservazione della volatilità storica dell'attività sottostante può dare indicazioni utili alla previsione sull'andamento del prezzo. Per trarre questa informazione, però, deve presentare valori estremi (valori molto alti o valori molto bassi) che, spesso, coincidono con un'inversione di tendenza.

Si consideri l'indice FTSEMIB in data 16 marzo 2010. Osservando la volatilità storica a più periodi (20, 50 e 100 giorni) i valori attuali di quest'ultima risultano rispettivamente pari a 18%, 20,7% e 21,4%.

Tali valori, se confrontati col passato, sono relativamente bassi, anche se non toccano livello estremi. Considerare la volatilità storica in relazione al suo passato (Immagine 1) è indispensabile per capire se i valori osservati siano elevati o meno e, quindi, se il mercato si trovi in uno stato di ottimismo esagerato o di pessimismo esagerato. Attualmente la volatilità storica non dà indicazioni particolari sullo stato "emozionale" del mercato perché non assume valori estremi. Inoltre, la media a venti giorni della stessa volatilità storica risulta leggermente superiore o in linea coi valori attuali: la volatilità potrebbe sembrare molto bassa ma è in linea con la volatilità dell'ultimo periodo.

Se la volatilità storica scendesse di altri cinque punti percentuali, e quindi tornasse ai suoi minimi, potrebbe indicare un eccesso di ottimismo del mercato e indurrebbe a pensare che il mercato fosse pronto a scendere.

Si consideri il grafico della immagine 2: in esso è rappresentata la volatilità storica a 20 giorni (in nero) sovrapposta all'andamento dell'indice FTSEMIB (in blu).

E' evidente la specularità dei due andamenti: nei periodi di rialzo dei prezzi la volatilità storica a 20 giorni tende a scendere mentre nei periodi di ribasso tende a salire. Questa valutazione indica che l'analisi della volatilità storica può dare indicazioni sull'andamento futuro del sottostante.

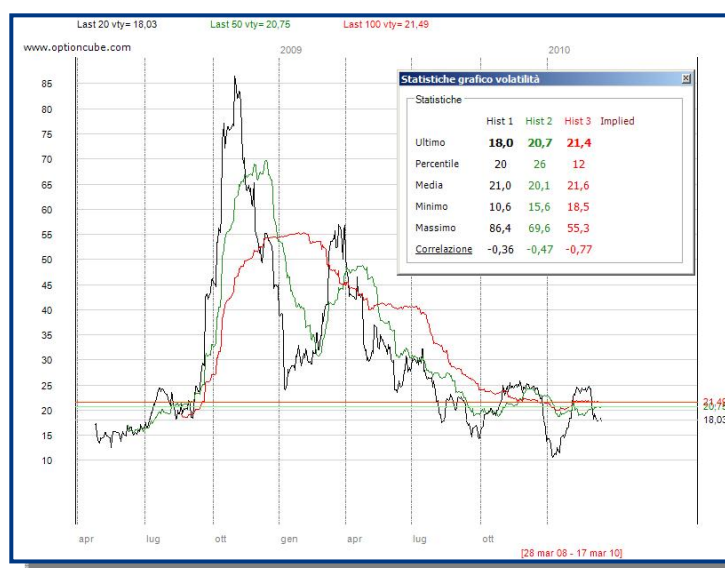


Immagine 1.

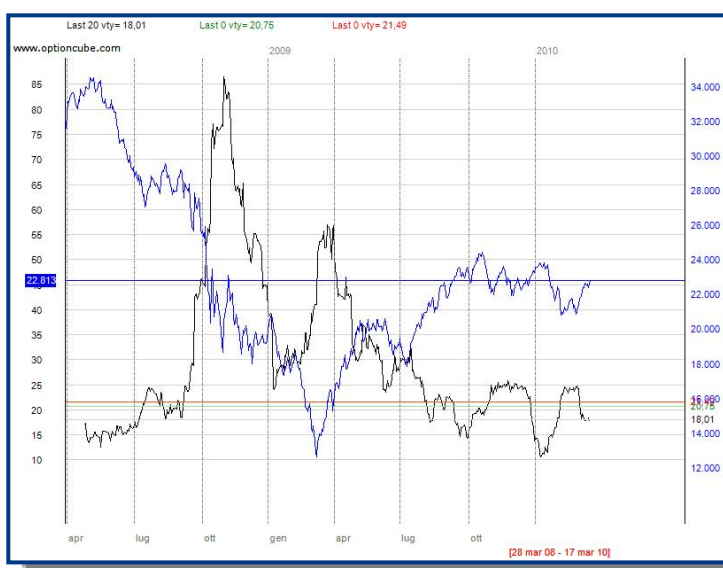


Immagine 2.

INSTITUTIONAL INVESTORS

Oltre a indicazioni sulla direzionalità del mercato una seconda applicazione della volatilità storica si riferisce all'operatività in opzioni.

Ipotizziamo, innanzitutto, che la volatilità implicita si muova come la volatilità storica, ovvero che periodi di alta volatilità storica coincidano con periodi di volatilità implicita elevata e periodi di bassa volatilità storica coincidano con periodi di bassa volatilità implicita. In teoria, come già detto, l'implicita esprime le attese del mercato sulla volatilità futura ma, in realtà, difficilmente si discosta molto dalla volatilità storica (soprattutto quella *At the money*).

Data questa ipotesi, il grafico della volatilità storica a 20 giorni può rappresentare un indice di costo delle opzioni sulla stessa attività sottostante. Guardando l'immagine 2 è evidente che a metà ottobre 2008 il costo delle opzioni *At the money* risultò il più elevato degli ultimi due anni e che, attualmente, il costo delle opzioni sia relativamente basso.

Per chi desidera comprare opzioni il momento attuale risulta, quindi, propizio per ottenerle a prezzi bassi. Al contrario, il venditore di opzioni attualmente non avrà buoni introiti dalla vendita delle stesse.

Si sottolinea, comunque, il fatto che il basso costo non deve per forza indicare un vantaggio per il compratore: se le opzioni costano poco è perché il mercato si attende una bassa volatilità del sottostante. Al contrario, nell'ottobre 2008 costavano molto perché il mercato si attendeva un'elevata volatilità del sottostante. Quindi se il mercato non sbaglia le sue previsioni è errato ragionare sul principio "Compro opzioni quando la volatilità è bassa e vendo le opzioni quando la volatilità è alta".

Spunti operativi dalla volatilità implicita

Guardando, invece, la volatilità implicita delle opzioni bisogna tener conto, innanzitutto, che il mercato offre una superficie di volatilità implicita: ogni attività sottostante presenta diversi valori della stessa a vari strike e a varie scadenze. Quindi è necessario filtrare i valori da osservare; ai nostri fini consideriamo tutte le opzioni che scadono circa fra un mese.

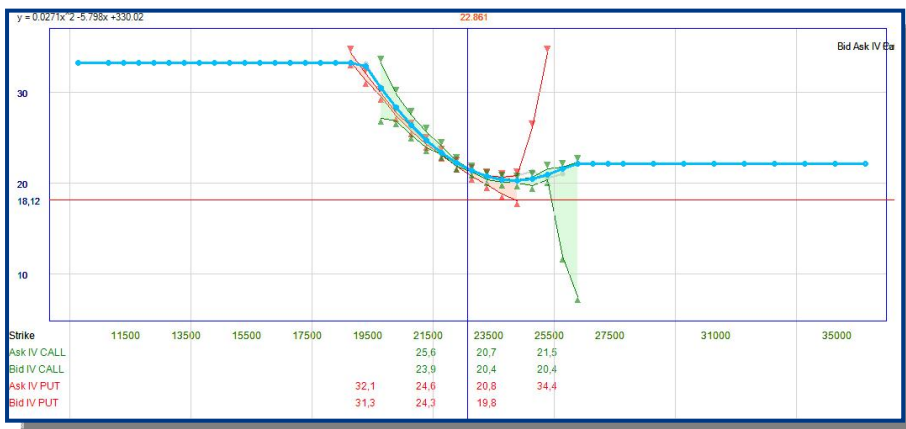


Immagine 3.

Si considerino le opzioni sull'indice FTSEMIB con scadenza aprile 2010 (Immagine 3)

Il grafico rappresenta l'implicita *bid* e *ask* delle opzioni CALL (in verde) e PUT (in rosso) sull'indice FTSEMIB. Il primo valore da osservare è il valore dell'implicita *At the Money*, pari a 21.7%: 3.58% più elevato della corrispondente volatilità storica (pari a 18.12%).

Il mercato sconta, quindi, un aumento entro il 15 aprile 2010 della volatilità dell'indice FTSEMIB rispetto a quanto osservato negli ultimi 20 giorni.

L'inclinazione della curva dell'immagine 2 non deve trarre in inganno: è normale, soprattutto per gli indici di borsa, che la curva di Skew sia inclinata negativamente: le opzioni PUT *Out of the Money* sono quasi sempre più care delle corrispondenti CALL *Out of the Money* a parità di distanza dal valore attuale dell'attività sottostante.

Prendendo, ad esempio, le PUT 19500 e le CALL 25500, le prime presentano una volatilità implicita pari a 31.5%, le seconde pari a 21%; ma non per questo il mercato deve considerarsi ribassista.

Il fatto che il mercato sconti un aumento della volatilità dell'attività sottostante è, invece, un'indicazione interessante: dal momento che, in genere, prezzi e volatilità vanno nella direzione opposta, il mercato implicitamente si attende un ribasso a breve dei corsi azionari.

Altre indicazioni operative guardando storica e implicita.

Se la volatilità storica è molto superiore o molto inferiore all'implicita è corretto speculare su questa differenza? I pareri, a tal proposito, sono spesso discordanti. Alcuni autori e *trader* in opzioni intravedono in questa fattispecie una buona opportunità, altri la negano apertamente.

Ma qual'è il principio corretto su cui basare le proprie

osservazioni? Il principio è che se il mercato sconta nel modo corretto l'eventuale aumento della volatilità (implicita > storica) o la sua diminuzione (implicita < storica) non esistono concrete opportunità di guadagno offerte da questa differenza.

Se, invece, il mercato sta sbagliando (e spesso avviene) allora sarà l'abilità del singolo operatore nell'individuare gli scompensi di mercato su cui intervenire.

INSTITUTIONAL INVESTORS

Tornando all'immagine 2, i 3.6 punti di volatilità implicita superiore alla volatilità storica sono un potenziale guadagno se, in realtà, la volatilità futura del sottostante rimarrà ai livelli attuali.

Ma come approfittare di questa differenza? Un metodo da adottare può essere il *delta hedging* dinamico.



Immagine 4.

Si consideri la vendita di una CALL 22500 aprile 2010 a 615 punti indice (Immagine 4). L'incasso iniziale è pari a 1538.00 euro. Il delta della singola opzione è pari a -0.55; la posizione è chiaramente ribassista. In mancanza di copertura questa posizione è soggetta a potenziali perdite (anche molto elevate) in caso di rialzo dell'indice FTSEMIB.

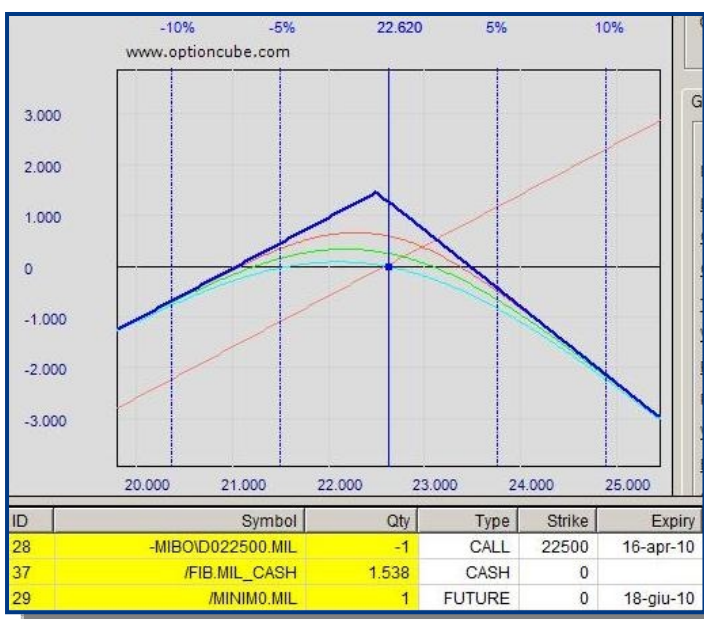


Immagine 5.

Si osservi ora l'immagine 5: effettuando una copertura con il mini future MINIMO con scadenza a giugno 2010, comprandolo a 22100, la posizione risulta coperta in termini di delta che passa da -0.55 a -0.15. La stessa copertura sarà da aggiornare in caso di movimenti al rialzo o al ribasso dell'indice FTSEMIB per mantenere il delta della strategia prossimo allo zero: in questo modo le variazioni dell'indice influiranno solo marginalmente sul guadagno o sulla perdita della strategia.

La volatilità futura del sottostante determinerà il risultato complessivo della strategia di *delta hedging* dinamico: se il mercato si muoverà troppo sarà necessario effettuare molte operazioni di rettifica e, quindi, ci saranno delle perdite. In caso contrario sarà possibile beneficiare dello squilibrio iniziale osservato fra la volatilità implicita e la volatilità storica.

Conclusioni.

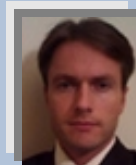
L'analisi della volatilità storica e della volatilità implicita offrono spunti operativi di interesse, sia per chi opera in opzioni sia per chi intendesse sfruttare le capacità predittive del mercato delle opzioni per sfruttarle in un'operatività "lineare" con azioni o con futures.

E' tuttavia importante conoscere in profondità le proprietà della volatilità per non incorrere in errori interpretativi e per sfruttare al meglio le reali opportunità offerte dal mercato.

Stefano Zanchetta

Docente di materie finanziarie in business schools. Già responsabile del settore derivati nonché procuratore generale presso un agente di cambio.

Consulente di investimento, socio fondatore e amministratore della Derivatives & Consulting, società che sviluppa sistemi di gestione del rischio di mercato nonché di sistemi di supporto alle decisioni come OptionCube, software di analisi sulle opzioni dedicato sia agli operatori istituzionali che agli investitori privati.



Invito

IL SALONE DELLA GESTIONE DEL RISPARMIO

21/22/23
APRILE 2010
PALAZZO
MEZZANOTTE
PIAZZA DEGLI AFFARI 6
MILANO

MERCATI, RISPARMIATORI E CULTURA FINANZIARIA

Il **Salone della gestione del risparmio** è il primo grande evento in Italia interamente dedicato al settore del risparmio gestito. **Un'occasione unica** di confronto per gli operatori dell'industria, gli esponenti delle istituzioni e delle autorità di vigilanza, i media e il pubblico dei risparmiatori, nel cuore della capitale finanziaria italiana.

- 2 aree espositive
- 5 sale conferenze
- oltre 40 espositori presenti
- più di 40 ore di seminari, conferenze e corsi di formazione
- 4 iniziative culturali legate al mondo del risparmio gestito

➔ Per partecipare al Salone, visita il sito www.salonedelrisparmio.com e registrati all'evento.

I primi due giorni della manifestazione sono riservati agli operatori del settore.

IN COLLABORAZIONE CON



CON IL PATROCINIO DI



MEDIA PARTNER

CORRIERE DELLA SERA

TV UFFICIALE



RADIO UFFICIALE

RADIO 24

Nuovi risultati della ricerca accademica sulla relazione fra trading sulle opzioni e trading sulle azioni sottostanti



'Where should one trade?' Così inizia un articolo appena pubblicato sul Journal of Financial Economics, una delle riviste più prestigiose di finanza, e scritto da accademici del calibro di Richard Roll, Eduardo Schwartz, Avanidhar Subrahmanyam, della UCLA di Los Angeles¹.

Lo studio è dedicato ad un tema di cui abbiamo già scritto in queste pagine, ovvero il rapporto fra l'attività di trading sul mercato dei titoli azionari e le contrattazioni sul mercato dei derivati che hanno come attività sottostante i titoli stessi.

Un investitore che vuole scommettere su un titolo azionario dovrebbe preferire una posizione lunga o corta sull'attività sottostante, o comprare o vendere un'opzione? La scelta dipende certamente da eventuali differenze nei costi transazionali, come ad esempio le commissioni, e nelle condizioni di liquidità dei due mercati. Inoltre, sappiamo che un investitore che ha difficoltà nel finanziare un portafoglio con debito ('leveraggiare' direbbero i traders), troverà relativamente più conveniente il mercato dei derivati, perché Merton, Black e Scholes ci insegnano che un derivato può essere replicato attraverso un portafoglio che investe nell'attività sottostante e che contiene debito. Se quindi indebitarsi è difficile, le opzioni e i futures diventano interessanti perché 'contengono' del debito senza che sia necessario andare a chiederlo ad una banca.

Lo studio citato propone un'analisi dettagliata e particolareggiata dal 1996 al 2007 sul rapporto O/S (options/stock trading volume ratio) ovvero il rapporto fra il controvalore giornaliero degli scambi sulle opzioni e il controvalore degli scambi relativi ai titoli azionari sottostanti. I dati mostrano una variabilità significativa del valore dell'indice, a testimoniare che – secondo gli autori – vi sono investitori che 'tentano' sistematicamente di approfittare di informazioni di tipo privato per ottenere plusvalenze, i quali scelgono di intervenire sul mercato delle opzioni piuttosto che sul titolo sottostante. La volatilità è aumentata nel tempo, amplificandosi dal 2005 in avanti.

È interessante mettere in luce una correlazione fra l'indice O/S e la capitalizzazione dell'impresa (positiva) e la presenza di investitori istituzionali nel capitale (negativa). Il vantaggio del fare trading sulle opzioni piuttosto che sul sottostante è quindi più marcato per le imprese di grandi dimensioni e per quelle con un azionariato diffuso, con scarsa presenza di investitori 'professionisti'.

[1] Richard Roll, Eduardo Schwartz, Avanidhar Subrahmanyam, "O/S: The relative trading activity in options and stock", Journal of Financial Economics 96 (2010) 1–17.

Si può immaginare che i trader più sofisticati pensino di trarre vantaggio dedicandosi a titoli che più facilmente sono nel portafoglio di investitori 'retail' poco sofisticati, sfruttando un presunto vantaggio informativo. Inoltre si registra una correlazione positiva con la volatilità del titolo sottostante; è noto che il valore di un'opzione cresce al crescere della volatilità, e questo tende ad attrarre gli investitori più sofisticati. Interessante anche la correlazione negativa rispetto al parametro delta (hedge ratio) che rappresenta il rapporto di copertura, ovvero la frazione percentuale dell'azione che riusciamo a 'replicare' con un'opzione. Minore è il rapporto di copertura (in valore assoluto), maggiore è il numero di opzioni che è necessario acquistare per fare leva sulle variazioni di mercato del prezzo del titolo.

Considerando un campione significativo, relativo ad annunci relativi agli utili realizzati dalle imprese quotate, gli autori del nuovo studio dimostrano che nei giorni precedenti si ha un aumento 'anomalo' dell'indice O/S, e che gli acquisti si concentrano sui titoli che dopo l'annuncio tendono ad apprezzarsi (opzioni call nel caso di utili superiori rispetto alle attese, opzioni put nel caso di utili inferiori rispetto alle attese). Sembra dunque che sui mercati finanziari ci sia la tendenza ad operare sui derivati prima che sulle azioni, per trarre vantaggio di informazioni 'price-sensitive'. Peraltro l'idea che osservando quello che accade sui mercati dei derivati (ad esempio analizzando il put-call ratio, ovvero il rapporto fra il volume di opzioni put e opzioni call scambiate) sia possibile 'prevedere' l'andamento successivo dei corsi azionari, non è certamente una novità. È però interessante capire meglio le strategie dei traders nella ricerca delle migliori opportunità di trarre vantaggio da eventuali informazioni privilegiate, rispetto al resto degli investitori, in funzione dei diversi strumenti finanziari a disposizione.

Giancarlo Giudici



Giancarlo Giudici è professore associato di Finanza Aziendale presso il Politecnico di Milano. È docente nell'area Finanza e nell'area Risk Management presso il consorzio MIP - School of Management del Politecnico. È autore di numerose pubblicazioni nazionali e internazionali sui temi della corporate finance. È consigliere di amministrazione e membro del comitato esecutivo di Sofia SGR.



AGGIUNGI MARKETING AGLI AMICI

ESSERE IN BUONI RAPPORTI CON IL MARKETING SIGNIFICA CONOSCERNE IL RUOLO STRATEGICO E IL RECENTE IMPATTO DELLE TECNOLOGIE DIGITALI NELLE DINAMICHE DI MANAGEMENT. IL MIP, GRAZIE ALLA SPECIFICITÀ DEI SUOI CORSI BREVI, GARANTISCE UN'OFFERTA FORMATIVA COMPLETA, PENSATA SIA PER I PROFESSIONISTI CHE VOGLIONO AGGIORNARE LE LORO COMPETENZE SIA PER COLORO CHE INTENDONO ACQUISIRE GLI STRUMENTI BASE DEL MARKETING OPERATIVO. IL MIP SVILUPPA UNA VISIONE STRATEGICA E SOPRATTUTTO PRATICA PER MIGLIORARE LA PERFORMANCE COMPLESSIVA D'AZIENDA. BASTA CON LE FORMALITÀ, DIAMOCI DEL TU.



Business School
Rankings 2009



Campus Bovisa
via Lambruschini, 4/c - Milano
WWW.MIP.POLIMI/MKT

Management In Progress

2010 CORSI BREVI
MARKETING

STATISTICHE DEL MESE

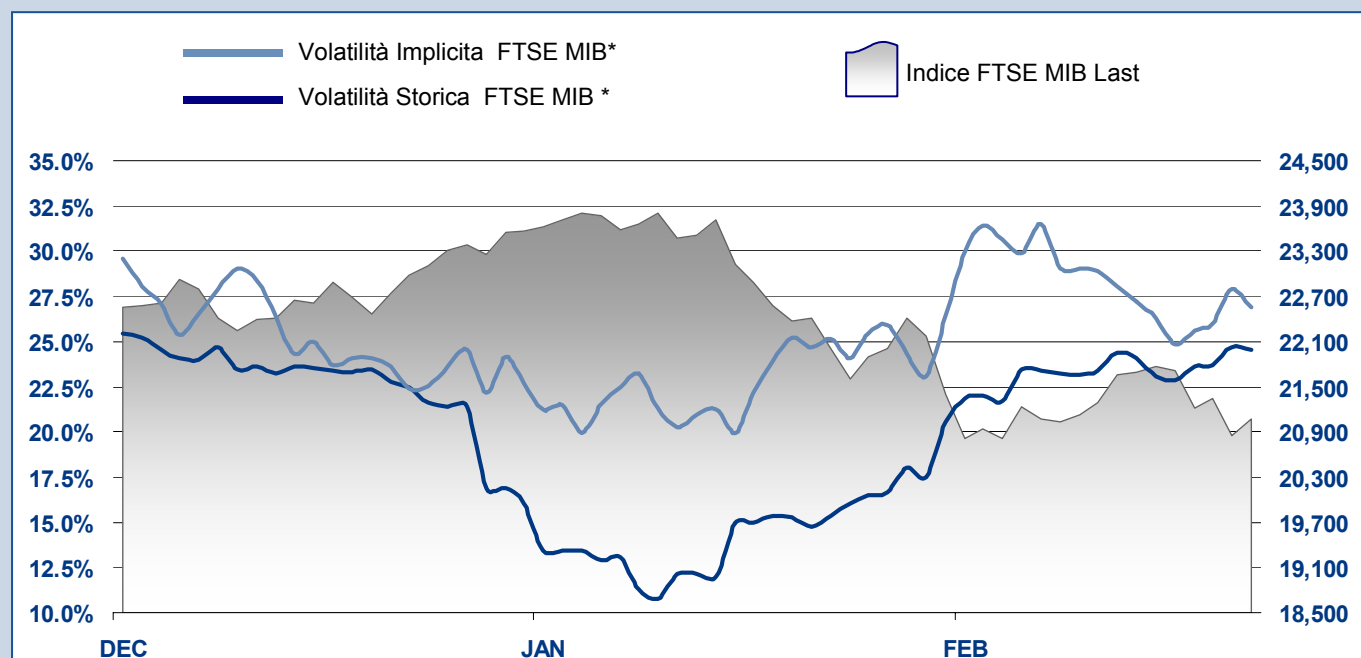
Indicatori Opzioni

SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' 3 MESI*	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
A2A	-8.89%	23.64%	21.15%	1,103	567	0.51
ACEA	-5.16%	14.77%	14.80%	536	185	0.35
ATLANTIA	-7.10%	18.69%	16.08%	5,594	5,002	0.89
AUTOGRILL	2.06%	28.35%	22.81%	752	1,141	1.52
BANCA MONTE PASCHI SIENA	-7.75%	19.91%	18.96%	18,741	10,123	0.54
BANCA POPOLARE MILANO	-9.13%	31.91%	27.33%	1,480	2,783	1.88
BANCO POPOLARE	-0.05%	40.85%	32.14%	12,111	6,528	0.54
BULGARI	-3.53%	25.27%	26.46%	470	245	0.52
BUZZI UNICEM	-14.50%	27.41%	25.42%	492	282	0.57
ENEL	1.79%	18.02%	13.90%	85,360	88,917	1.04
ENI	-1.89%	18.45%	16.99%	40,346	51,599	1.28
ERG	-6.46%	19.22%	16.98%	509	273	0.54
EXOR	-5.58%	24.54%	23.22%	28	17	0.61
FIAT	-14.80%	35.15%	28.27%	114,889	68,345	0.59
FINMECCANICA	-6.00%	23.62%	20.90%	2,435	4,245	1.74
FONDIARIA - SAI	-9.65%	25.54%	23.06%	2,432	5,057	2.08
GENERALI	-3.44%	23.46%	18.32%	93,783	113,388	1.21
GEOX	4.31%	28.59%	24.63%	222	110	0.50
GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	1.04%	44.34%	32.53%	295	191	0.65
IMPREGILO	-7.27%	26.87%	24.28%	1,499	636	0.42
INTESA SANPAOLO	-6.70%	32.38%	23.99%	28,022	54,525	1.95
INTESA SANPAOLO RSP	-6.18%	37.77%	28.55%	536	440	0.82
ITALCEMENTI	-11.09%	23.34%	21.21%	1,408	3,024	2.15
LOTTOMATICA	-8.09%	17.81%	16.65%	929	720	0.78
LUXOTTICA GROUP	1.65%	16.09%	14.33%	252	143	0.57
MEDIASET	1.34%	32.57%	24.99%	5,953	1,744	0.29
MEDIOBANCA	-2.72%	31.10%	24.53%	9,580	6,073	0.63
MEDIOLANUM	0.99%	32.72%	23.94%	1,141	262	0.23
MONDADORI EDITORE	-2.28%	29.20%	24.73%	115	68	0.59
PARMALAT	2.05%	23.39%	18.92%	4,443	3,056	0.69
PIRELLI & C	-13.34%	36.94%	27.69%	951	1,722	1.81
PRYSMIAN	-3.09%	24.59%	23.55%	380	592	1.56
SAIPEM	1.92%	32.39%	24.20%	1,344	963	0.72
SEAT PAGINE GIALLE	-2.96%	44.34%	47.56%	1,494	380	0.25
SNAM RETE GAS	1.99%	7.08%	11.58%	1,147	515	0.45
STMICROELECTRONICS	6.59%	30.80%	24.75%	82,604	63,216	0.77
TELECOM ITALIA	-3.44%	34.36%	24.54%	240,622	181,120	0.75
TELECOM ITALIA RSP	-6.36%	36.24%	26.12%	27,644	10,558	0.38
TENARIS	-4.98%	41.38%	29.94%	1,611	1,826	1.13
TERNA	2.91%	8.36%	8.77%	693	8,674	12.52
TISCALI	-10.84%	28.77%	30.14%	-	-	-
UBI BANCA	-9.07%	16.64%	16.94%	905	1,627	1.80
UNICREDIT	-6.16%	35.54%	30.79%	184,842	149,275	0.81
UNIPOL	-7.28%	19.59%	16.97%	136	2,060	15.15
Totale complessivo				979,829	852,217	

Fonte: Borsa Italiana - Dati aggiornati a febbraio 2010

* 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



Fonte: Borsa Italiana. - *Volatilità: la volatilità implicita è calcolata a partire dai prezzi di chiusura giornalieri delle opzioni su FTSE MIB; quella storica è calcolata a partire dai valori di fine giornata del FTSE MIB degli ultimi 20 giorni.

Volumi Prodotti IDEM

Prodotto	N. Contratti	Controvalore (€ml)	N. Contratti media giornaliera	Open Interest
Futures su Indice	354.940	37.950	17.747	31.027
Minifutures su indice	229.308	4.895	11.465	3.671
Opzioni su indice	277.203	14.752	13.860	151.200
IDEM Stock Futures	25.980	100	1.299	42.983
Opzioni su azioni	1.832.046	4.463	91.602	4.160.927
Tot. Equity Derivatives	2.719.477	62.160	135.974	4.389.808
Power Futures	375	63	19	1.088
Totale IDEM	2.719.852	62.224	135.993	4.390.896

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi a febbraio 2010

Sul sito di Borsa Italiana www.borsaitaliana.it/derivati sono disponibili giornalmente:

- 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 sui futures sull'indice FTSE MIB
- Indicatori sulle opzioni (put/call ratios, open interest...)

Piazza degli Affari, 6
20123 Milano

www.borsaitaliana.it

Derivatives – IDEM

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6
20123 Milano

Gabriele Villa

gabriele.villa@borsaitaliana.it

Melissa De Sanctis

melissa.desanctis@borsaitaliana.it

La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana S.p.A. e non costituisce alcun giudizio, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto.

Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. I dati in esso contenuti possono essere utilizzati per soli fini personali. Borsa Italiana non deve essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.

I marchi Borsa Italiana, IDEM, MOT, MTA, STAR, SeDeX, MIB, IDEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, Bit Systems, Piazza Affari Gestione e Servizi, Palazzo Mezzanotte Congress and Training Centre, PAGS nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

Il marchio FTSE è di proprietà di London Stock Exchange plc e di Financial Times Limited ed è utilizzato da FTSE International Limited sotto licenza.

Il marchio London Stock Exchange ed il relativo logo, nonché il marchio AIM sono di proprietà di London Stock Exchange plc.

I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà del London Stock Exchange Group, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società del Gruppo proprietaria del marchio.

La società Borsa Italiana e le società dalla stessa controllate sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group Holdings (Italy) Ltd – Italian branch.

Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziazione prestati da Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. e da Monte Titoli S.p.A., secondo modalità eque, trasparenti e non discriminatorie e sulla base di criteri e procedure che assicurano l'interoperabilità, la sicurezza e la parità di trattamento tra infrastrutture di mercato, a tutti i soggetti che ne facciano domanda e siano a ciò qualificati in base alle norme nazionali e comunitarie e alle regole vigenti nonché alle determinazioni delle competenti Autorità.