

TEMA BROJA

Diversifikacija
investiranja
sredstava –
finansijski derivati

Opcije na akcije

- Svi finansijski derivati, uključujući i opcije na akcije, intenzivno i obimno se koriste na svetskim razvijenim finansijskim tržištima. Postoje specifični razlozi osiguravača za korišćenje derivata. Na primer, derivati se mogu koristiti za hedžovanje troškova kapitala kompanije, ili za upravljanje deviznim rizicima kojima firma može biti izložena iz stranih HoV, obaveza ili imovine kompanije

Osiguravači u Srbiji se godinama žale na nemogućnost kvalitetnog diversifikovanog investiranja sredstava. U ovom trenutku osiguravači imaju raspoloživa sredstva za pokriće tehničkih rezervi od oko 1,3 milijarde evra, od čega je zbog "plitkog" finansijskog tržišta oko 84% u državnim hartijama od vrednosti i oko 6% u bankama. Na tržištima razvijenih zemalja postoji mnogo više mogućnosti za ulaganje sredstava osiguravajućih kompanija. Ovaj tekst će biti posvećen opcijama na akcije, kao jednom od interesantnih

derivata za investiranje osiguravača, koji će se sigurno pojaviti u budućnosti i na srpskom finansijskom tržištu.

Opcija na akciju predstavlja ugovorenu privilegiju na osnovu koje kupac ima pravo, ali ne i obavezu, da kupi ili proda akciju po unapred dogovorenoj ceni u određenom roku ili na određeni datum. Opcije definišu sledeći elementi: vrsta (prodajni ili kupovni), stil (američki ili evropski), osnovna hartija, jedinica trgovanja (broj akcija), cena realizacije i rok važnosti. U osnovi opcije na akcije je akcija određene

kompanije, koju prodavac opcije može da proda kupcu ili kupac opcije da kupi od vlasnika opcije.

Cena opcije ili premija je cena koju kupac plaća prodavcu opcije za privilegiju da ima opciju. U zamenu za prava iz opcije, kupac opcije mora da plati premiju za rizik koji dolazi sa obavezom. Premija zavisi od cene realizacije, volatilnosti akcije iz osnove opcije, kao i preostalog vremena do dospeća. Opcioni ugovori gube vrednost i sve opcije će isteći posle određenog vremenskog perioda. Kada opcija



Piše:
Branko Pavlović,
 član Izvršnog odbora
 Generali osiguranja i
 predsednik Udruženja
 aktuara Srbije

na akcije istekne, pravo da se opcija izvrši više ne postoji i opcija postaje bezvredna. Datum kada dospeva opcija zavisi od tipa opcionog ugovora. Na primer, opcije na akcije u SAD ističu svakog trećeg petka u mesecu u kome dospevaju.

Učesnici na tržištu opcija kupuju i prodaju opcije. Oni koji kupuju opcije se nazivaju vlasnici, a oni koji prodaju opcije se nazivaju emitenti opcija. Za vlasnike opcija se kaže da imaju duge pozicije, dok emitenti imaju kratke pozicije. Najviše se trguje opcijama na američkim berzama.

Najzastupljenije berze su: The American Stock Exchange (AMEX), The Chicago Board Options Exchange (CBOE), The New York Stock Exchange (NYSE), The Pacific Stock Exchange (PSE), Philadelphia Stock Exchange (PHLX). Berze na kojima se trguje opcijama trude se da obezbede konkurentno, likvidno i uređeno tržište za kupovinu i prodaju standardizovanih opcija.

Postoje dve vrste opcija na akcije i to kupovne i prodajne. Kupovna opcija (engl. call option) daje kupcu pravo da kupi akciju dok prodajna opcija (engl. put option) daje pravo prodavcu da ih proda.

Kupovna opcija predstavlja ugovor u kojoj vlasnik opcije (kupac) ima pravo, ali ne i obavezu, da kupi određenu količinu hartija od vrednosti po određenoj ceni u fiksnom vremenskom periodu do datuma isteka opcije. Za emitenta (prodavca) kupovne opcije, to je obaveza da proda akciju iz osnove opcije po ceni realizacije, ako se opcija realizuje. Kod kupovne opcije emitentu kupac plaća premiju za preuzimanje rizika u vezi sa obavezom koju mora da izvrši. Kupovina opcija je najjednostavniji način za trgovanje kupovnim opcijama. Neiskusni trgovci često počinju sa trgovinom opcijama ovog tipa, ne samo zbog svoje jednostavnosti, već i zbog velikog povraćaja na investicije (ROI racio) koji se generiše uspešnim trgovinama.

Pojednostavljen primer trgovine sa kupovnim opcijama

Pretpostavimo da se akcijama XYZ kompanije trguje po ceni od 40 novčanih jedinica (n.j.). Kupovna opcija sa cenom realizacije od 40 n.j. koja ističe za mesec dana, košta 2 n.j. Investitor čvrsto veruje da će XYZ akcije naglo porasti u narednim nedeljama nakon objavljivanja izveštaja o neto dobiti XYZ kompanije. Zato je platio 200 n.j. za jednu XYZ kupovnu opciju koja daje pravo na kupovinu 100 akcija. Ukoliko je investitor bio u pravu cena XYZ akcija je porasla na 50 n.j. nakon što je kompanija objavila visok nivo neto dobiti i podigla očekivanja u pogledu neto dobiti za naredni kvartal. Investitor želi da realizuje kupovnu opciju posle izveštaja o neto dobiti, pa se može pozvati na svoje pravo iz opcionog ugovora da kupi 100 akcija po ceni od 40 n.j. po akciji i može ih odmah prodati na otvorenom tržištu za 50 po akciji. To daje profit od 10 po akciji. Kako svaki opcionu ugovor pokriva 100 akcija, ukupan iznos koji investitor dobija je 1000. Pošto je platio premiju 200 za kupovnu opciju, neto profit za celu transakciju iznosi 800. Zanimljivo je napomenuti da u ovom scenariju, kod strategije kupovne opcije ROI racio iznosi 400% (uložio 200 n.j. zaradio 800 n.j.),

Trgovanje opcijama

Glavne karakteristike trgovanja opcijama su:

- Opcije gube vrednost približavanjem dospeća;
- Trgovina opcijama je tzv. "zero sum game", jer je gubitak kupca jednak dobitku prodavca ili obrnuto, dok ovakva direktna veza ne postoji kod akcija;
- Onaj ko gubi takođe i dobija, jer premija koju je platio predstavlja osiguranje od rizika mnogo većeg gubitka;
- Jedan učesnik uvek ima motiv zarade na premiji, a drugi ima motiv osiguranja od rizika i zarade od razlike u ceni.

što je mnogo više od 25%, koliko bi iznosio ROI racio koji bi bio postignut kupovinom akcija.

Umesto kupovine kupovne opcije, mogu se takođe i prodati (emitovati) opcije. Emitenti kupovnih opcija (prodavci), prodaju opcije sa očekivanjima da će postati bezvredne, tako da oni mogu da zadrže premiju. Prodaja kupovne opcije, ili kratka kupovina, uključuje veći rizik, ali takođe može biti veoma profitabilna kada se uradi kako treba. Može se prodati opcija u pokrivenoj kupovini ili nepokrivenoj kupovini. Kratka pozicija je pokrivena ako je emitent kupovne opcije istovremeno i vlasnik koji ima u vlasništvu hartije iz osnove opcije. Pokrivena kupovina je popularna strategija opcija koja omogućava vlasniku akcija da generiše dodatni prihod od prodaje svojih akcija kroz periodičnu prodaju kupovnih opcija. Kada trgovac opcija izda kupovnu opciju bez vlasništva nad hartijama iz osnove opcije, on se bavi nepokrivenom trgovinom. Nepokrivena prodaja kupovnih opcija je veoma rizična strategija i ne preporučuje se neiskusnim trgovcima.

Poređenje opcija i akcija

Ima mnogo sličnosti između opcija i običnih akcija:

- I opcije i akcije su listirane hartije od vrednosti. Nalozi za kupovinu i prodaju opcija se izvršavaju preko brokera na isti način kao i nalozi za trgovanje akcijama. Navedenim naložima za opcije se trguje na trgovinskim platformama nacionalnih regulisanih berzi gde se trgovanje vrši na otvorenom, konkurentnom aukcijskom tržištu.
- Kao akcijama, i opcijama se trguje tako što kupci i prodavci ispostavljaju ponude. Kod akcija, te ponude za kupovinu i prodaju su ponude u iznosima akcija. Kod opcija, ponude su samo prava na kupovinu ili prodaju akcija iz osnove opcionog ugovora po definisanoj ceni za određeni vremenski period.

- Investitori u opcije, kao i investitori u akcije, imaju mogućnost da prate kretanje cena, obim trgovanja i druge relevantne berzanske informacije iz minuta u minut.

Uprkos tome što su veoma slične, postoje neke važne razlike između opcija i akcija koje treba napomenuti:

- Akcija se može neograničeno držati u nadi da će njena vrednost rasti, dok svaka opcija ima ograničeni vek. Ako opcija nije izvršena pre njenog isteka, ona prestaje da postoji kao finansijski instrument.

Trgovina opcijama na akcije ima mnoge prednosti, uključujući fleksibilnost, korišćenje efekta leveridža i ograničeni rizik za kupce koji koriste ove strategije, za ugovor koji je sklopljen u okviru američkog tržišta HoV

- Ne postoji fiksni broj opcija, kao što je to kod akcija koje su dostupne. Opcija je jednostavno ugovor, koji uključuje kupca koji je spreman da plati cenu kako bi dobio određena prava i prodavca koji je voljan da ustupi data prava u zamenu za premiju.
- Za razliku od akcija koje imaju sertifikate kojima dokazuju svoje vlasništvo, opcije to nemaju. Pozicije u opcijama su navedene na štampanim izjavama brokera kupca ili prodavca. Trgovina bez sertifikata smanjuje papirologiju i kašnjenja.
- Konačno, dok vlasništvo nad akcijama daje pravo na učešće u upravljanju kompanije, određeno pravo glasa i pravo na dividendu, vlasnici opcija učestvuju samo u potencijalnim koristima od kretanja cena te akcije.

Rizici u radu sa opcijama na akcije

I zaposleni i kompanije suočavaju se sa mnogim rizicima u vezi sa opcijama, međutim veći su oni sa kojima se suočavaju zaposleni:

- Opcije najčešće ističu u roku od 10 godina. Studije pokazuju da mnogi strani radnici dopuste da njihova opcija postane bezvredna, često zbog jezičke barijere koja ograničava njihovo razumevanje opcija.
- Obično postoji određeni rok posle napuštanja kompanije za izvršenje stečene opcije, tako da je veliki rizik da se izgubi korist od posedovanja opcije.
- Postoje periodi restrikcija i zaključavanja kada opcija na akciju ne može da se proda.



- Pojedini honorarci prihvataju opcije na akcije umesto plate. Ovo je opasno za one kojima je potreban novac, a u svakom slučaju treba biti siguran u vezi sa budućnošću kompanije pre nego što se odustane od gotovine zbog mogućnosti dobitka koji predstavljaju opcije.

Osiguravači neživotnih osiguranja imaju tendenciju da fokusiraju svoje derivatne aktivnosti na call i put opcije na akcije, tako što izdaju značajan broj call opcija na akcije. Prodajom tih call opcija na akcije, osiguravači neživotnih osiguranja generišu gotovinu prodajom potencijala akcija na kojima su opcije

- Negativna korekcije tržišta akcija je uvek pretnja za opcije. Strpljenje i diversifikacija portfolija pomaže u periodima nestabilnosti tržišta.

Najveći rizik za kompanije koje izdaju opcije je povećavanje broja akcija. Kada kompanija izdaje opcije, povećava se broj ukupnih akcija i postojeće akcije postaju manje vredne.

Najčešće greške zaposlenih koji poseduju opcije na akcije kompanije u kojoj rade su sledeće: ne znaju šta poseduju, prerano novčavaju opcije, previše su vezani za kompanijske akcije, prave greške uzimajući u obzir periode restrikcija i periode zaključavanja, zaboravljaju porez pri izračunavanju vrednosti opcije, prihvataju opcije na akcije umesto plate, ne znaju šta se dešava ako napuste kompaniju, kompanija se spoji sa nekom drugom ili ako je neko preuzme, neuspešno postavljaju ciljeve za razvoj sveobuhvatnog plana za diversifikaciju imovine, itd.

Nije lako naučiti kako da se izbegnu sve ove zamke, ali u slučaju uspeha u tome, mnogostruko se može isplatiti napor za sticanje što je moguće većeg paketa opcija na akcije.

Upotreba derivata u industriji osiguranja

Svi finansijski derivati, uključujući i opcije na akcije, intenzivno i obimno se koriste na svetskim razvijenim finansijskim tržištima. Postoje specifični razlozi osiguravača za korišćenje derivata. Na primer, derivati se mogu koristiti za hedžovanje

troškova kapitala kompanije, ili za upravljanje deviznim rizicima kojima firma može biti izložena iz stranih HoV, obaveza ili imovine kompanije. Derivati se mogu upotrebljavati u velikoj meri za upravljanje rizikom portfolija odloženih renti sa jednokratnim premijama. Postoje i regulatorni razlozi kao i upravljanje viškovima za korišćenje derivata u osiguravajućim kompanijama.

Najveće firme u industriji osiguranja najviše koriste derivate. U prethodnim godinama u SAD, od prve četvrtine kompanija, mereno veličinom aktive, oko 40% je imalo izvesne aktivnosti sa derivatima. Korišćenje derivata u malim kompanijama nije značajno.

Osiguravači neživotnih osiguranja imaju tendenciju da fokusiraju svoje derivatne aktivnosti na call i put opcije na akcije, tako što izdaju značajan broj call opcija na akcije. Prodajom tih call opcija na akcije, osiguravači neživotnih osiguranja generišu gotovinu prodajom potencijala akcija na kojima su opcije. Osiguravači životnog osiguranja najčešće hedžuju kamatne stope putem kupovine obveznica sa call i put opcijama.

Obaveze neživotnog osiguranja sa dugim repom negativno su korelisane sa upotrebom opcija i svopova. Vrsta neživotnih osiguranja sa dugim repom, na neki način služi kao prirodni hedž protiv

rizika dugih repova kod obveznica, jer kada kamatna stopa poraste, tržišna vrednost obaveze opada, a sa tim i tržišna vrednost imovine. Ovo ne funkcioniše kod životnih osiguranja, jer postoje ugrađene opcije kod dugoročnih ugovora koje ugovarač osiguranja može da realizuje.

Trgovina opcijama na akcije, kao i drugim derivatima koje investitori ne razumeju dovoljno, nosi određene rizike za pojedinačnog investitora, ali ukoliko je masovna, može ugroziti i celo tržište i izazvati finansijsku krizu

Hedžovanje neželjenih karakteristika obaveza se može izvesti upotrebom opcija u osiguravajućim kompanijama. Često se razmišlja o strategiji derivata kao o hedžovanju sredstava ili obaveza i ovaj izbor ima važne regulatorne i poresko-računovodstvene implikacije. Proizvodi kao što su odložene rente sa jednokratnom premijom, koje daju korisnicima besplatne delimične opcije povlačenja i otkupa stvaraju rizik u brzo rastućem scenariju kamatnih stopa. Da bi nadoknadili neki od rizika,

osiguravači mogu da kupe opcije za hedžovanje obaveza. Takve opcije se takođe mogu smatrati delom investicione strategije dizajnirane za replikovanje beneficija koje zahtevaju obaveze u različitim scenarijima kamatnih stopa, dok omogućava osiguravaču stabilniju zaradu. Ako kamatne stope rastu tokom trajnog perioda, osiguravač treba da poveća prihode portfolija kako bi podržao dovoljno konkurentnu stopu obnove polisa i sprečio visoku stopu otkupa.

Trgovina opcijama na akcije ima mnoge prednosti, uključujući fleksibilnost, korišćenje efekta leveridža i ograničeni rizik za kupce koji koriste ove strategije, za ugovor koji je sklopljen u okviru američkog tržišta HoV. Opcije dozvoljavaju učestvovanje u profitu od kretanja cena bez utroška velike količine novčanih sredstava potrebnih da bi se kupile akcije. Opcije se takođe mogu koristiti kako bi se zaštitila i pozicija na berzi, da se kupe ili prodaju akcije po nabavnoj ceni koja je mnogo povoljnija od trenutne tržišne cene, ili u slučaju izdavanja opcija, da zarade prihod od premije. Trgovina opcijama na akcije, kao i drugim derivatima koje investitori ne razumeju dovoljno, nosi određene rizike za pojedinačnog investitora, ali ukoliko je masovna može ugroziti i celo tržište i izazvati finansijsku krizu. ■

