

**Ανάλυση των Δικαιωμάτων Προαίρεσης
(Options): Θεωρία Αποτίμησης, Στρατηγικές
Συναλλαγών και Ποσοτική Διαχείριση Κινδύνου**

Solidus Securities

Dr.P.Dantis, Director of Analysis

Α. Εισαγωγή στα Χρηματοοικονομικά Παράγωγα και τα Δικαιώματα Προαίρεσης

Α.1. Ορισμός, Βασικές Έννοιες και Ανάλυση Θέσεων

Τα δικαιώματα προαίρεσης (Options) ορίζονται ως χρηματοοικονομικά παράγωγα που αντλούν την αξία τους από ένα υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο (όπως μετοχές, δείκτες ή εμπορεύματα). Ο βασικός σκοπός των options στις χρηματοπιστωτικές αγορές είναι διττός: είτε χρησιμοποιούνται για αντιστάθμιση κινδύνου (hedging) έναντι της μεταβλητότητας των τιμών, είτε για κερδοσκοπία (speculation) με στόχο την αποκόμιση κέρδους από τις διακυμάνσεις.

Σε κάθε συμβόλαιο option εμπλέκονται δύο κύριοι ρόλοι: ο αγοραστής (Holder) και ο πωλητής (Writer). Ο αγοραστής καταβάλλει ένα τίμημα ή ασφάλιστρο (Premium) για να αποκτήσει το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να πραγματοποιήσει μια συναλλαγή σε μια προκαθορισμένη τιμή (Strike Price). Αντίθετα, ο πωλητής, εισπράττοντας το τίμημα, αναλαμβάνει την υποχρέωση να εκπληρώσει τη συναλλαγή, εφόσον το δικαίωμα ασκηθεί.

Τα options διακρίνονται σε δύο θεμελιώδεις τύπους:

- **Δικαίωμα Αγοράς (Call Option):** Ο κάτοχος (Holder) έχει το δικαίωμα να αγοράσει το υποκείμενο, ενώ ο πωλητής (Writer) έχει την υποχρέωση να το πουλήσει.

- **Δικαίωμα Πώλησης (Put Option):** Ο κάτοχος έχει το δικαίωμα να πουλήσει το υποκείμενο, ενώ ο πωλητής έχει την υποχρέωση να το αγοράσει.

A.2. American vs. European Options: Η Διάκριση της Άσκησης

Η σημαντικότερη δομική διάκριση μεταξύ των options αφορά τον χρόνο στον οποίο μπορεί να ασκηθεί το δικαίωμα:

- **European Options:** Ο κάτοχος μπορεί να ασκήσει το συμβόλαιο αποκλειστικά κατά την ημερομηνία λήξης (on its expiration date). Παρά τον περιορισμό στην πρόωρη άσκηση, τα European options μπορούν να ρευστοποιηθούν (πωληθούν) στην αγορά πριν από τη λήξη, επιτρέποντας στους επενδυτές να επωφεληθούν από τις κινήσεις των τιμών. Αυτή η δυνατότητα εμπορευσιμότητας μειώνει τον κίνδυνο ρευστότητας για τον αγοραστή. Λόγω της μειωμένης λογιστικής πολυπλοκότητας, οι περισσότερες επιλογές σε δείκτες (index options) είναι European.
- **American Options:** Ο κάτοχος έχει τη μέγιστη ευελιξία, καθώς μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα ανά πάσα στιγμή πριν τη λήξη.

Η πρόσθετη ευελιξία των American options συνεπάγεται υψηλότερο τίμημα σε σύγκριση με τα European options. Ποσοτικά, ισχύει πάντα ότι η τιμή του American option είναι ίση ή μεγαλύτερη από την τιμή του αντίστοιχου European option ($\text{Τιμή American} \geq \text{Τιμή European}$) τόσο για τα Call όσο και για τα Put options.

A.3. Εσωτερική Αξία και Χρονική Αξία: Η Σύθεση του Τιμήματος

Το συνολικό τίμημα (Option Premium) που καταβάλλεται ή εισπράττεται για ένα δικαίωμα προαίρεσης αποτελείται από δύο συνιστώσες : την Εσωτερική Αξία και τη Χρονική Αξία.

Η **Εσωτερική Αξία (Intrinsic Value)** είναι η αξία που θα προέκυπτε από την άμεση άσκηση του δικαιώματος. Αν η άμεση άσκηση δεν αποφέρει κέρδος, η εσωτερική αξία είναι μηδέν.

- Για ένα Call Option με τιμή υποκείμενου S_t και τιμή εξάσκησης K , η εσωτερική αξία δίνεται από τον τύπο $\max(S_t - K, 0)$. Ένα δικαίωμα αγοράς έχει εσωτερική αξία όταν η τιμή του υποκείμενου είναι μεγαλύτερη από την τιμή άσκησης.
- Για ένα Put Option, η εσωτερική αξία δίνεται από τον τύπο $\max(K - S_t, 0)$.

Η **Χρονική Αξία (Time Value)** είναι η διαφορά μεταξύ του συνολικού τιμήματος του option και της εσωτερικής του αξίας. Αντιπροσωπεύει την πιθανότητα αλλαγής της αξίας του option προς όφελος του αγοραστή πριν τη λήξη. Καθώς ο χρόνος μειώνεται, η χρονική αξία φθίνει (time erosion).

B. Θεωρητικά Πλαίσια Αποτίμησης Options

B.1. Το Μοντέλο Black-Scholes-Merton (BSM) και οι Παράμετροι Αποτίμησης

Το μοντέλο Black-Scholes-Merton (BSM) αποτελεί το θεμελιώδες μαθηματικό πλαίσιο που χρησιμοποιείται για την τιμολόγηση των European options. Το μοντέλο παρέχει μια συστηματική προσέγγιση για τον υπολογισμό της δίκαιης τιμής, βασιζόμενο σε παράγοντες όπως η τιμή του υποκείμενου, η τιμή εξάσκησης, ο χρόνος μέχρι τη λήξη, το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και, κυρίως, η αναμενόμενη μεταβλητότητα.

B.2. Περιορισμοί και Εμπειρικές Διαψεύσεις του BSM

Η πρακτική εφαρμογή του BSM αντιμετωπίζει σημαντικούς περιορισμούς, κυρίως λόγω των απλοϊκών υποθέσεων του, όπως η σταθερή μεταβλητότητα και η λογαριθμοκανονική κατανομή των αποδόσεων του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου.

Στις χρηματοπιστωτικές αγορές παρατηρείται συστηματικά το φαινόμενο του **Χαμόγελου ή Κλίσης Μεταβλητότητας (Volatility Smile/Skew)**. Η τεκμαρτή μεταβλητότητα (Implied Volatility, IV), η οποία υπολογίζεται αντιστρόφως από την αγοραία τιμή του option για να ταιριάζει με το μοντέλο BSM, δεν είναι σταθερή. Αντίθετα, όταν σχεδιάζεται γραφικά σε σχέση

με τις τιμές εξάσκησης για μια δεδομένη λήξη, σχηματίζει μια καμπύλη με κλίση.

Αυτή η απόκλιση υποδηλώνει ότι η αγορά τιμολογεί τις ακραίες πτωτικές κινήσεις (out-of-the-money Puts) ακριβότερα από ό,τι θα πρότεινε ένα μοντέλο που υποθέτει κανονική κατανομή. Η εμπειρική εμφάνιση των «χοντρών ουρών» (fat-tails) στην κατανομή των αποδόσεων, ιδίως μετά το Κραχ του 1987, υποδεικνύει ότι οι επενδυτές πληρώνουν ένα premium λόγω της συλλογικής αποστροφής τους στον κίνδυνο (risk aversion). Συνεπώς, η ύπαρξη του Volatility Smile δεν είναι απλώς ένα τεχνικό ζήτημα αποτίμησης, αλλά μια αντανάκλαση των προσδοκιών της αγοράς για ακραία γεγονότα, καθιστώντας απαραίτητες τροποποιήσεις του BSM ή τη χρήση πιο σύνθετων μοντέλων (όπως τα μοντέλα στοχαστικής μεταβλητότητας) για ακριβή τιμολόγηση.

Γ. Οι Ποσοτικοί Δείκτες Κινδύνου (The Greeks) και η Ευαισθησία Options

Γ.1. Η Θεωρία της Ευαισθησίας και ο Ρόλος των Greeks

Οι Greeks είναι μέτρα ευαισθησίας που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της τιμής και του κινδύνου των συμβολαίων options. Αποτελούν βασικό εργαλείο για τους ποσοτικούς αναλυτές και τους traders, καθώς μετρούν πόσο ευαίσθητη είναι η τιμή ενός option σε αλλαγές των υποκείμενων μεταβλητών, όπως η τιμή του υποκείμενου, ο χρόνος, η μεταβλητότητα και τα επιτόκια.

Γ.2. Αναλυτική Εξέταση των Πέντε Κυρίων Δεικτών

Οι πέντε κύριοι δείκτες που χρησιμοποιούνται για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου είναι οι εξής:

1. **Delta (Δ):** Εκτιμά τη μεταβολή της αξίας του option σε σχέση με μια μεταβολή μιας μονάδας στην τιμή του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου.
2. **Gamma (Γ):** Μετρά τον ρυθμό μεταβολής του Delta. Είναι η ευαισθησία δεύτερης τάξης που κρίνει τη σταθερότητα του Delta ενός χαρτοφυλακίου.
3. **Theta (Θ):** Εκτιμά τη μείωση της αξίας ενός option λόγω της χρονικής σήψης (time decay) ανά ημέρα, καθώς πλησιάζει η λήξη.
4. **Vega (ν):** Μετρά τη μεταβολή στην τιμή του option ως απόκριση σε μία ποσοστιαία αλλαγή στην τεκμαρτή μεταβλητότητα του υποκείμενου. Η μεταβλητότητα είναι καθοριστική για την αξία των options, και μία αύξηση της Vega οδηγεί σε αύξηση της τιμής τόσο των Call όσο και των Put options.
5. **Rho (ρ):** Εκτιμά την ευαισθησία της τιμής του option σε μία ποσοστιαία αλλαγή στα επιτόκια χωρίς κίνδυνο. Τα Call options έχουν γενικά θετικό Rho (η αύξηση των επιτοκίων αυξάνει την αξία τους), ενώ τα Put options έχουν αρνητικό Rho.

Γ.3. Στατική και Δυναμική Αντιστάθμιση (Static and Dynamic Hedging)

Η χρήση των Greeks είναι θεμελιώδης για την αντιστάθμιση κινδύνου. Οι στρατηγικές αντιστάθμισης διακρίνονται σε:

- **Στατική Αντιστάθμιση (Static Hedge):** Δεν απαιτεί αναπροσαρμογή (re-balancing) μετά τη δημιουργία της, ανεξάρτητα από τις κινήσεις της αγοράς.
- **Δυναμική Αντιστάθμιση (Dynamic Hedge):** Απαιτεί συνεχή προσαρμογή των θέσεων με βάση τις μεταβαλλόμενες τιμές των Greeks (κυρίως Delta και Gamma), προκειμένου να διατηρηθεί η επιθυμητή έκθεση στον κίνδυνο.

Η πρακτική εφαρμογή της δυναμικής αντιστάθμισης εξαρτάται άμεσα από τη Gamma. Οι θέσεις με υψηλή Gamma είναι εξαιρετικά ευαίσθητες σε μικρές κινήσεις της τιμής του υποκείμενου, πράγμα που σημαίνει ότι η Delta-neutrality χάνεται γρήγορα. Επομένως, η συχνότητα με την οποία πρέπει να αναπροσαρμόζεται μια δυναμική αντιστάθμιση αυξάνεται, επιβάλλοντας υψηλότερα κόστη συναλλαγών (transaction costs). Αυτή η σχέση αποδεικνύει ότι η Gamma μετρά όχι μόνο τον κίνδυνο της θέσης, αλλά και το λειτουργικό κόστος διατήρησης της αντιστάθμισης.

Συγκεντρωτικός Πίνακας των «Greeks» των Options και ο Ρόλος τους

Greek	Μετρική (Ευαισθησία ως προς)	Επίδραση (Call Options)
Delta (Δ)	Τιμή Υποκείμενου	Θετική (0 έως 1)
Gamma (Γ)	Μεταβολή του Delta	Θετική
Theta (Θ)	Πάροδος του Χρόνου (Time Decay)	Αρνητική
Vega (ν)	Τεκμαρτή Μεταβλητότητα (IV)	Θετική
Rho (ρ)	Επιτόκια (Risk-Free Rate)	Θετική

Δ. Στρατηγικές Κερδοσκοπίας Κατεύθυνσης και Εισοδήματος

Δ.1. Βασικές Αγοραστικές Θέσεις (Long Call/Put) και Ανάλυση P&L

Οι απλούστερες στρατηγικές είναι οι αγοραστικές (long options), οι οποίες προσφέρουν περιορισμένο κίνδυνο (το καταβληθέν premium) και μεγάλη δυνητική ανταμοιβή, αλλά έχουν αρνητική Theta (χάνουν αξία με τον χρόνο).

- **Long Call:** Ο αγοραστής αποκτά το δικαίωμα να αγοράσει. Η μέγιστη ζημιά περιορίζεται στο premium που πληρώθηκε. Το μέγιστο κέρδος είναι απεριόριστο, και το σημείο ισορροπίας (Breakeven) βρίσκεται στην τιμή εξάσκησης συν το premium.
- **Long Put:** Ο αγοραστής αποκτά το δικαίωμα να πουλήσει. Η μέγιστη ζημιά περιορίζεται στο καταβληθέν premium. Το μέγιστο κέρδος είναι πεπερασμένο (η τιμή εξάσκησης μείον το premium, έως ότου η τιμή του υποκείμενου φτάσει στο μηδέν).

Δ.2. Στρατηγικές Δημιουργίας Εισοδήματος (Income Strategies)

Δ.2.1. Covered Call (Καλυμμένο Δικαίωμα Αγοράς)

Η στρατηγική Covered Call αποτελεί μια δημοφιλή μέθοδο για τη δημιουργία εισοδήματος, ιδίως σε ουδέτερες προς ανοδικές αγορές. Δομείται με την κατοχή 100 μετοχών (Long Stock) και την πώληση

ενός out-of-the-money (OTM) Call Option. Η πώληση του option ανταλλάσσει το δυνητικό απεριόριστο ανοδικό κέρδος με άμεση είσπραξη premium.

Η στρατηγική μπορεί να δημιουργήσει εισόδημα που είναι 2-3 φορές υψηλότερο από τα μερίσματα. Το μέγιστο κέρδος είναι περιορισμένο (capped) στην τιμή εξάσκησης συν το εισπραχθέν premium. Η προστασία στην πτώση περιορίζεται στο εισπραχθέν premium. Η στρατηγική χρησιμοποιείται είτε για δημιουργία παθητικού εισοδήματος, είτε όταν ο επενδυτής θεωρεί ότι η μετοχή έχει γίνει ακριβή και είναι πρόθυμος να την πουλήσει σε μια συγκεκριμένη υψηλότερη τιμή.

Δ.2.2. Cash-Secured Put (CSP)

Η CSP είναι μια στρατηγική πώλησης Put Option, όπου ο πωλητής δεσμεύει το πλήρες ποσό των μετρητών που απαιτούνται για την αγορά του υποκείμενου σε περίπτωση εκχώρησης. Η στρατηγική αποσκοπεί στη δημιουργία εισοδήματος από το premium και προσφέρει τη δυνατότητα αγοράς της μετοχής σε μια στρατηγικά χαμηλότερη τιμή (την τιμή εξάσκησης).

Δ.3. Στρατηγικές Αντιστάθμισης Χαρτοφυλακίου (Hedging)

Δ.3.1. Protective Put (Προστατευτικό Δικαίωμα Πώλησης)

Η Protective Put στρατηγική λειτουργεί ως ασφαλιστική πολιτική για ένα χαρτοφυλάκιο. Δομείται με την κατοχή

μετοχών και την αγορά ενός Put Option (Long Stock + Long Put).

Αυτή η στρατηγική παρέχει ισχυρή προστασία στην πτώση, καθώς περιορίζει τη μέγιστη ζημία στην τιμή εξάσκησης του put (μείον το premium που καταβάλλεται), ενώ ταυτόχρονα διατηρεί τη δυνατότητα για απεριόριστο ανοδικό κέρδος. Ο επενδυτής πληρώνει το premium ως «ασφάλιστρο» για την προστασία του χαρτοφυλακίου του. Το Protective Put είναι ακριβότερο από τον Covered Call, ακριβώς επειδή διατηρεί την απεριόριστη ανοδική προοπτική.

Η επιλογή μεταξύ ενός Covered Call (που εισπράττει εισόδημα θυσιάζοντας την άνοδο) και ενός Protective Put (που πληρώνει για τη διατήρηση της άνοδου) αντικατοπτρίζει θεμελιώδεις αποφάσεις στην αντιστάθμιση κινδύνου και τη διαχείριση της ευελιξίας της θέσης.

E. Σύνθετες Στρατηγικές Spreads (Περιορισμένου Κινδύνου)

Οι στρατηγικές Spreads περιλαμβάνουν την ταυτόχρονη αγορά και πώληση options με σκοπό τον περιορισμό της μέγιστης ζημίας και του μέγιστου κέρδους.

E.1. Vertical Spreads (Bull/Bear): Καθορισμός Κινδύνου

Τα Vertical Spreads είναι directional στρατηγικές που δομούνται με δύο options (Call ή Put) στην ίδια λήξη, αλλά με διαφορετικές τιμές εξάσκησης.

- **Bull Put Spread (Credit Spread):** Περιλαμβάνει την πώληση ενός put option (υψηλότερη τιμή εξάσκησης, K_1) και την αγορά ενός άλλου put option (χαμηλότερη τιμή εξάσκησης, K_2). Ο επενδυτής εισπράττει ένα καθαρό premium (credit). Η στρατηγική έχει περιορισμένο κίνδυνο και κέρδος και είναι κατάλληλη για ουδέτερες προς ανοδικές αγορές.
- **Ισοδυναμία Προφίλ P&L:** Είναι κρίσιμο ότι το προφίλ κέρδους/ζημίας του Bull Put Spread είναι ακριβώς το ίδιο με αυτό ενός Bull Call Spread (debit spread), προσαρμοσμένο για τη διαφορά στο καθαρό κόστος. Αυτή η πρακτική εφαρμογή της αρχής Put-Call Parity επιτρέπει στους traders να επιλέγουν μεταξύ Credit και Debit spreads, ανάλογα με την προτίμηση τους για άμεση εισροή μετρητών (cash flow) ή την αποφυγή κινδύνου πρόωρης εκχώρησης (assignment risk).

E.2. Horizontal/Calendar Spreads (Time Spreads)

Σε αντίθεση με τα Vertical Spreads που διαφέρουν ως προς την τιμή εξάσκησης, τα Calendar Spreads (γνωστά και ως time spreads) δομούνται με options που έχουν την ίδια τιμή εξάσκησης αλλά διαφορετικούς κύκλους λήξης. Χρησιμοποιούνται για την κερδοσκοπία στη διαφορά της χρονικής σήψης (Theta) και της μεταβλητότητας μεταξύ των δύο λήξεων.

ΣΤ. Στρατηγικές Κερδοσκοπίας Μεταβλητότητας (Volatility Trading)

Η κερδοσκοπία μεταβλητότητας (volatility trading) χρησιμοποιεί την τεκμαρτή μεταβλητότητα (IV) ως παράμετρο στοιχηματισμού. Οι στρατηγικές διακρίνονται σε Vol-Long (προσδοκία μεγάλης κίνησης) και Vol-Short (προσδοκία πλάγιας αγοράς).

ΣΤ.1. Vol-Long Στρατηγικές (Αναμένοντας Υψηλή Κίνηση)

- **Straddle:** Αγορά Call και Put με ίδια τιμή εξάσκησης και λήξη. Στοχεύει σε κέρδος από μεγάλη κίνηση, ανεξάρτητα από την κατεύθυνση.
- **Strangle:** Αγορά Call και Put με διαφορετικές τιμές εξάσκησης, αλλά την ίδια λήξη.

Η κερδοφορία αυτών των στρατηγικών εξαρτάται από το εάν η πραγματοποιούμενη μεταβλητότητα (realized volatility) είναι τελικά υψηλότερη από την τεκμαρτή μεταβλητότητα (IV) κατά τη δημιουργία της θέσης.

ΣΤ.2. Vol-Short Στρατηγικές (Αναμένοντας Πλάγια Αγορά)

Οι στρατηγικές αυτές είναι ουδέτερες, κερδίζοντας από τη χρονική σήψη (Theta) σε αγορές που παραμένουν εντός εύρους (range-bound markets).

- **Iron Condor (Σιδηρούς Κόνδορας):** Σύνθετη στρατηγική με τέσσερα σκέλη (πώληση OTM strangle, αγορά OTM wings). Είναι μια στρατηγική υψηλής πιθανότητας κέρδους, με περιορισμένο κίνδυνο και

κέρδος. Ο Condor λειτουργεί βέλτιστα όταν αναμένονται χαμηλή μεταβλητότητα και ευρύ πλάγιο εύρος διαπραγμάτευσης. Εάν το υποκείμενο παραμείνει εντός του εύρους των short options (π.χ., Nifty μεταξύ 24,200 και 24,600 μονάδων), το κέρδος μεγιστοποιείται.

- **Iron Butterfly (Σιδηρά Πεταλούδα):** Παρόμοια, αλλά τα Short Options τοποθετούνται κοντά ή στο At-The-Money (ATM). Αυτή η θέση συγκεντρώνει υψηλότερο premium (υψηλότερο μέγιστο κέρδος) αλλά έχει στενότερη ζώνη κέρδους, οδηγώντας σε χαμηλότερη πιθανότητα επιτυχίας. Επιπλέον, η Iron Butterfly έχει υψηλότερη έκθεση στη Gamma, πράγμα που σημαίνει πιο απότομες αλλαγές στο P&L κοντά στην τιμή εξάσκησης.

Παρόλο που οι στρατηγικές Iron Condor και Iron Butterfly είναι θετικές σε Θέτα, οι traders σπάνια τις διατηρούν μέχρι τη λήξη. Συνήθως, κλείνουν τις θέσεις 2-3 εβδομάδες πριν από τη λήξη για να αποφύγουν τον κίνδυνο της αρνητικής έκρηξης Gamma. Αυτή η πρακτική υπαγορεύεται από την ανάγκη διαχείρισης του κινδύνου, καθώς η Γάμμα αυξάνεται εκθετικά τις τελευταίες εβδομάδες, καθιστώντας τη θέση εξαιρετικά ευαίσθητη σε μικρές κινήσεις και αυξάνοντας δραματικά την πιθανότητα μεγάλης ζημίας.

Z. Διαχείριση Κινδύνου και Θέματα Εκχώρησης Options

Z.1. Ο Κίνδυνος της Μόχλευσης και η Σημασία της Διαχείρισης Κεφαλαίου

Η διαπραγμάτευση options προσφέρει υψηλό βαθμό μόχλευσης, επιτρέποντας στους επενδυτές να επενδύουν με μικρότερα ποσά. Ωστόσο, αυτή η μόχλευση είναι δίκοππο μαχαίρι, καθώς οι απώλειες μπορούν να είναι «γρήγορες και μεγάλες». Ειδικά για τις θέσεις πώλησης (short options), ο κίνδυνος μπορεί να είναι απεριόριστος (εκτός αν είναι καλυμμένες).

Ως εκ τούτου, η διαχείριση κινδύνου είναι το πιο κρίσιμο στοιχείο. Οι επιτυχημένοι traders υιοθετούν την πρακτική να ρισκάρουν ένα πολύ μικρό ποσοστό του συνολικού κεφαλαίου τους (συνήθως όχι πάνω από 2%) ανά συναλλαγή, ώστε να διασφαλίσουν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του λογαριασμού. Η διαχείριση περιλαμβάνει επίσης την τακτική παρακολούθηση και ανάλυση των θέσεων, καθώς και την αξιολόγηση της σχέσης κινδύνου-ανταμοιβής.

Z.2. Κίνδυνος Πρόωρης Άσκησης και Εκχώρησης (Assignment)

Ο κίνδυνος εκχώρησης (assignment risk) αφορά τους πωλητές American options, καθώς ο αγοραστής μπορεί να ασκήσει το δικαίωμά του ανά πάσα στιγμή μέχρι τη λήξη. Όταν συμβεί εκχώρηση, η θέση του πωλητή μετατρέπεται σε υποχρέωση αγοράς ή πώλησης του υποκείμενου.

Αυτή η μετατροπή αλλάζει το προφίλ κινδύνου της θέσης και, συχνά, αυξάνει τις απαιτήσεις περιθωρίου (margin requirements). Εάν ο trader δεν διαθέτει τα απαιτούμενα μετρητά ή τις μετοχές για να καλύψει τη νέα θέση, υπάρχει κίνδυνος margin call. Σε αυτή την περίπτωση, ο μεσίτης απαιτεί άμεση χρηματοδότηση ή προχωρά σε ρευστοποίηση άλλων θέσεων.

Ακόμη και σε στρατηγικές περιορισμένου κινδύνου, όπως τα Vertical Spreads, η πρόωρη εκχώρηση του Short Leg (π.χ., Short Put) πριν την ταυτόχρονη εκτέλεση του Long Leg (Long Put) δημιουργεί ένα στιγμιαίο, ακάλυπτο ρίσκο (naked risk). Αυτή η ασυμμετρία απαιτεί ο λογαριασμός να διαθέτει επαρκή ρευστότητα για να καλύψει τη νέα υποχρέωση (π.χ., την αγορά μετοχών).

Για να αποφευχθεί η εκχώρηση, οι traders συνήθως κλείνουν τις short options θέσεις τους πριν τη λήξη.

H. Συμπεράσματα

Η επιτυχής αξιοποίηση των δικαιωμάτων προαίρεσης στη χρηματοοικονομική μηχανική και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου εξαρτάται από μια βαθιά κατανόηση της θεωρίας αποτίμησης και των πρακτικών διαχείρισης κινδύνου.

Η εμπειρική διαπίστωση της ασυμφωνίας μεταξύ της θεωρητικής σταθερότητας του BSM και της πραγματικής κλίσης μεταβλητότητας (Volatility Skew) επιβεβαιώνει ότι η αγορά τιμολογεί με ασύμμετρο τρόπο τον κίνδυνο πτώσης. Αυτό οδηγεί στην ανάγκη χρήσης ποσοτικών εργαλείων, όπως οι Greeks, για τη συνεχή παρακολούθηση και τη δυναμική αντιστάθμιση

των θέσεων. Η Delta, η Gamma, η Theta και η Vega είναι απαραίτητες για τη λήψη αποφάσεων σε ένα δυναμικό περιβάλλον.

Οι σύνθετες στρατηγικές, όπως ο Iron Condor, αξιοποιούν τη χρονική σήψη, αλλά απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή στον κίνδυνο Gamma, ειδικά κοντά στη λήξη. Η απόφαση των traders να κλείνουν τις θέσεις Vol-Short πρόωρα, προκειμένου να αποφύγουν τον κίνδυνο της εκθετικά αυξανόμενης Gamma, αποτελεί βασική βέλτιστη πρακτική στη θεσμική διαχείριση παραγώγων.

Τέλος, λόγω της εγγενούς μόχλευσης των options και του κινδύνου εκχώρησης (assignment) στα American style options, η εφαρμογή αυστηρών πρωτοκόλλων διαχείρισης κεφαλαίου είναι πρωταρχικής σημασίας. Η θεωρητική γνώση της δομής των options πρέπει να συνδυάζεται με πειθαρχία στη διαχείριση της ρευστότητας του λογαριασμού και στην κάλυψη των απαιτήσεων περιθωρίου.