Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in ECONOMIA E FINANZA

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Analisi e strutturazione di una strategia operativa in opzioni: la Covered Call Writing

Relatore
Ch. Prof. Paolo Pianca

Laureando
Fabio Compagno
Matricola 822558

Anno Accademico
2015 / 2016

Indice

Introduzione **6**

1 Risparmio come forma d'investimento **8**
1.1 La ricchezza delle famiglie italiane 8
1.2 L'andamento del settore del Risparmio Gestito 11
1.3 I costi dei Fondi Comuni d'Investimento 14
1.4 Differenza fra gestione attiva e passiva 18

2 Risparmio come forma d'integrazione del reddito da lavoro **21**
2.1 La disoccupazione in Italia 21
2.2 La riforma del lavoro: il "Jobs Act" 22
2.3 Esiste ancora il "tempo indeterminato"? 23
2.4 Employment Protection Legislation Index 24
2.5 L'esempio tedesco 25

3 Risparmio come forma d'integrazione pensionistica **29**
3.1 Il sistema pensionistico 29
3.1.1 Il finanziamento delle pensioni 30
3.1.2 Il calcolo delle prestazioni 32
3.2 L'incertezza delle prestazioni future 33

4 Le opzioni finanziarie: presentazione generale dello strumento **35**
4.1 Il funzionamento del mercato 40
4.2 Proprietà fondamentali delle opzioni su azioni 40

5 La Covered Call Writing **43**
5.1 Approccio generale 43
5.2 Differenze fra la CCW e altre strategie simili 47
5.3 La scelta dei sottostanti 48
5.3.1 Gli indicatori di analisi fondamentale 48
5.3.2 Gli indicatori di analisi tecnica 50
5.3.3 Considerazioni di buon senso 55
5.4 La leva finanziaria 56
5.5 Il benchmark 57
5.6 Exit Strategies 60

5.6.1 Periodo precedente l'*expiration Friday* 60
5.6.2 Exit Strategies durante l'*expiration Friday* 62
5.6.3 Cosa fare quando il sottostante diminuisce di molto 63
5.7 Esempio di portafoglio 64

Conclusioni **73**

Bibliografia **75**

Introduzione

Gli anni che vanno dal 2008 ad oggi li ricorderemo come anni di shock per i quali certamente non eravamo pronti.
Ripercorrendo questo periodo a ritroso ci rendiamo conto di quante siano le difficoltà che abbiamo dovuto affrontare: crisi economiche, politiche e sociali hanno messo in dubbio le sicurezze a cui eravamo abituati, costringendoci a ridefinire i nostri equilibri.
Ecco che, proprio in un'epoca in cui i redditi da lavoro diventano più incerti o comunque precari, il risparmio diventa più prezioso.

A preoccuparci c'è innanzitutto il mondo bancario che, come dimostra il fallimento recente di quattro banche italiane e la vicenda delle Popolari Venete, non ci dà ancora la tranquillità di sapere che i nostri risparmi sono al sicuro.
Questi fatti, avvenuti dopo la "crisi dello spread" del 2011 e la recessione del 2008, ci fanno capire che non possiamo ancora abbassare la guardia nel settore finanziario, nonostante i numerosi tentativi delle Banche Centrali atti a risanarlo. Il Quantitative Easing infatti, almeno in Europa, non ha ancora avuto i risultati sperati; mentre le nuove normative Europee, complice anche la scarsa cultura finanziaria italiana, hanno avuto fin'ora il demerito di allarmare ulteriormente le persone che, per esempio, con il nuovo meccanismo del bail-in temono di dover pagare ancora per i danni causati dai banchieri.

Inoltre, dato che ormai è evidente che il semplice deposito in conto corrente o il vecchio investimento in Titoli di Stato non sia più soddisfacente, siamo tutti alla ricerca di qualche strumento che ci permetta un ritorno soddisfacente, pur con un'inflazione prossima allo zero. I fondi comuni d'investimento, creati in America già dagli anni '70 e ormai diventati la principale forma di risparmio gestito in Italia, riescono davvero ad ottenere questo risultato?

Altra grande questione che stiamo fronteggiando in quest'epoca è una crisi occupazionale. Il rallentamento dell'economia ha avuto ovvie ripercussioni sul mercato del lavoro e, a seguito delle normative introdotte dal Governo dal primo Gennaio 2105 riguardanti i contratti a tempo indeterminato, ci troviamo oggi a lavorare in situazioni più precarie rispetto al passato. Infatti, a nome di una flessibilità richiesta all'Italia un po' da tutte le parti, sono venute meno alcune tutele previste precedentemente per i lavoratori. Tralasciando i discorsi riguardanti l'efficacia o meno di queste riforme, ci troviamo sicuramente costretti a ripensare quell'idea di "lavoro sicuro" a cui eravamo abituati.

Terza grande area di insicurezza riguarda il nostro sistema pensionistico. Nonostante la spesa pensionistica più alta d'Europa, non possiamo certo dire che il sistema ci dia sicurezza e, infatti, sempre più italiani si stanno rivolgendo alle varie forme di pensione integrativa.

In questo contesto diventa evidente come una gestione oculata del risparmio possa veramente fare la differenza. Se i genitori non intravedono un futuro sicuro per i loro figli, se gli anziani devono continuamente fare i conti con delle pensioni che non permettono loro di condurre una vita serena, il risparmio può diventare l'àncora di salvataggio; a maggior ragione se da esso riusciamo ad estrapolarci una forma di rendita che sia a supporto o a sostituzione dei normali canali di reddito e che, al tempo stesso, ci dia quella sicurezza economica che ad oggi sembra sempre più sfuggente.

Scopo di questa tesi sarà pertanto analizzare la situazione italiana nelle tre aree sopra elencate e determinare se attraverso una strategia fondata sull'utilizzo delle opzioni, denominata "Covered Call Writing", sia possibile per una persona con la passione per i mercati, ma senza le profonde competenze ed esperienze di un trader professionista, ottenere una gestione dei propri risparmi che permetta di fronteggiare queste situazioni.

La prima parte si concentrerà sulle problematiche che una gestione attiva e consapevole dei propri risparmi potrà andare a semplificare: il primo capitolo si focalizzerà sugli investimenti degli italiani analizzando il settore del Risparmio Gestito nel suo complesso e la ricchezza aggregata delle famiglie. Al termine della sezione si evidenzieranno le difficoltà dei gestori di fondi comuni nel battere il mercato e fornire i rendimenti promessi.
Successivamente il focus passerà sul mercato del lavoro dove si evidenzierà la crescente precarietà dello stesso.
Nel terzo capitolo si tratterà della situazione pensionistica italiana, con particolare attenzione all'incertezza relativa alle prestazioni future.

La seconda parte della tesi parlerà specificatamente di opzioni: nel quarto capitolo, dunque, queste verranno brevemente introdotte, mentre nel quinto si procederà a strutturare nel dettaglio una strategia di trading attraverso la Covered Call Writing.

Seguirà un esempio di portafoglio gestito attraverso questa strategia su un orizzonte temporale di 5 mesi.

Capitolo 1

Risparmio come forma d'investimento

La prima modalità di utilizzo dei propri risparmi che si andrà ad analizzare è quella focalizzata all'investimento.
In Italia, così come negli altri Paesi sviluppati, il Risparmio Gestito è ormai molto diffuso ed i fondi comuni di investimento sono i principali strumenti utilizzati dai professionisti per andare incontro alle esigenze dei risparmiatori.

In questa sezione, dopo aver compreso di che numeri si sta parlando in riferimento al livello di ricchezza italiana e quale sia l'andamento del settore del Risparmio Gestito nel nostro Paese, andremo ad analizzare quanto incidono le commissioni nelle performance dei fondi comuni d'investimento e quanti gestori battono effettivamente il mercato, per capire se questo tipo di investimento sia effettivamente il più efficiente dal punto di vista di un risparmiatore

1.1 La ricchezza delle famiglie italiane

L'Italia è, storicamente, un Paese di risparmiatori.
Analizzando lo studio riguardante la ricchezza delle famiglie italiane nel 2015 svolto annualmente della Banca d'Italia in supplemento al bollettino statistico, notiamo che la ricchezza totale in mano ai cittadini è pari a 8 730 miliardi di euro, corrispondente a 5,4 volte il PIL[1]. Questo valore è in diminuzione nell'ultimo bienno a causa principalmente del calo dei prezzi delle abitazioni, diminuiti del 15% dall'inizio della crisi del debito sovrano nel 2011 e assestati ad inizio 2015 ai prezzi del 2001.[2]

[1]Secondo le stime Eurostat il Pil italiano nel 2014 è di circa 1 600 miliardi di euro
[2]Banca d'Italia, Relazione Annuale 2015

La ricchezza netta italiana, invece, corrisponde a 8,8 volte il reddito lordo disponibile.[3]
La parte del leone la fanno le attività reali, sia dal lato degli attivi, con 5 848 miliardi (il 67% del totale) detenuta in attività reali, sia dal lato del passivo, con i mutui per l'acquisto di abitazioni che raggiungono più di un terzo del totale delle passività.

Le attività finanziarie negli ultimi anni hanno performato meglio di quelle reali e ammontano a 3 897 miliardi di Euro presentando il terzo anno consecutivo di crescita. A livello pro capite i livelli sono tornati a quelli del 2007, anno in cui erano ampiamente superiori alla media europea. Nel 2015, a causa sia del calo del valore generato della crisi del debito sovrano, sia del numero limitato di nuovi investimenti in attività finanziarie, questo divario si è pressochè annullato. (fig.1.1)

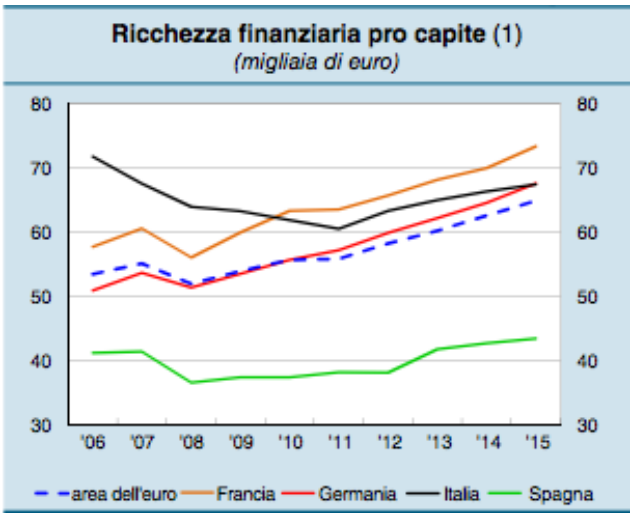


Figura 1.1: Fonte: Banca D'Italia, Relazione Annuale 2015. - (1) il dato della popolazione per il 2015 è stimato

Analizzando le attività detenute dalle famiglie italiane nell'ultimo anno si può notare una sostituzione di titoli pubblici e obbligazioni bancarie con strumenti di risparmio gestito, unita ad una ripresa degli investimenti in equity. La motivazione principale di questi spostamenti è dovuta alla ricerca di un rendimento più soddisfacente in risposta al basso livello dei tassi d'interesse. (fig.1.2)

[3]idem

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2015	composizione percentuale		2014	2015
		2014	2015		
ATTIVITÀ (2)					
Depositi bancari (3)	1.099.126	26,9	26,7	21.859	13.237
Italiani	1.067.197	26,0	25,9	27.916	19.787
depositi a vista	585.226	13,5	14,2	42.063	40.170
altri depositi	481.971	12,5	11,7	-14.147	-20.383
Esteri	31.929	1,0	0,8	-6.057	-6.550
Titoli obbligazionari	442.010	13,7	10,7	-109.593	-114.256
Italiani	326.626	10,6	7,9	-104.803	-107.912
di cui: pubblici	131.574	4,0	3,2	-30.985	-32.037
bancari	187.162	6,3	4,5	-74.162	-71.463
Esteri	115.384	3,1	2,8	-4.790	-6.343
Quote di fondi comuni	456.832	9,8	11,1	57.687	42.684
Italiani	238.031	4,8	5,8	32.010	23.387
Esteri	218.801	4,9	5,3	25.677	19.297
Azioni e partecipazioni	957.361	22,6	23,3	-13.622	17.671
Italiani	891.625	21,1	21,7	-14.829	14.956
Esteri	65.736	1,5	1,6	1.207	2.715
Assicurazioni, fondi pensione e TFR	864.520	19,9	21,0	52.693	49.990
di cui: riserve ramo vita	573.841	12,9	13,9	45.843	43.859
Altre attività (4)	297.300	7,1	7,2	9.359	14.400
Totale attività	**4.117.150**	**100,0**	**100,0**	**18.383**	**23.726**
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine	57.682	6,4	6,3	1.080	-129
di cui: bancari	56.701	6,3	6,2	1.526	-155
Debiti a medio e a lungo termine	634.827	69,1	69,1	-6.530	196
di cui: bancari	563.344	58,7	61,3	-7.003	10.225
Altre passività (5)	225.940	24,5	24,6	1.577	875
Totale passività	**918.450**	**100,0**	**100,0**	**-3.872**	**942**
SALDO	**3.198.700**			**22.255**	**22.783**

Figura 1.2: Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2015.
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e Isp. - (2)le gestioni patrimoniali non sono evidenziate. Le attività oggetto di investimento sono incluse nei singoli strumenti. - (3) Include le passività della Cassa depositi e prestiti. – (4) Crediti commerciali, conti correnti BancoPosta, biglietti e monete e altre partite minori. – (5) Debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.

E' interessante poi notare che, confrontato internazionalmente, il livello di indebitamento rimane contenuto rispetto al reddito disponibile. Oltre ai già citati mututi per l'acquisto di abitazioni si nota una crescita del credito al consumo, segno di una ripresa della spesa delle famiglie e di un miglioramento delle prospettive economiche.

Dall'analisi dei dati emerge la medesima fotografia del Paese descritta spesso dai media e dai giornali di settore: una Nazione con un'enorme mole di risparmio privato, sbilanciata verso l'investimento nel mattone.

Ci concentreremo ora sulla quota di risparmio relativa alle attività finanziarie, cercando di fornire un quadro generale del settore.

1.2 L'andamento del settore del Risparmio Gestito

Secondo un recente studio di Morningstar[4] a livello globale il mercato dei soli fondi comuni è il preferito dagli investitori, con un valore di 28,8 trilioni di dollari divisi in circa 74 000 fondi comuni disponibili.

In Italia possiamo affermare con sicurezza che il settore del Risparmio Gestito si trova in una fase crescente.
Analizzando il rapporto del primo trimestre 2016 di Assogestioni sull'andamento del settore nel suo complesso nel nostro Paese, notiamo come la raccolta netta sia stata di 27,5 miliardi di Euro, in aumento del 35% rispetto al trimestre precedente, con i flussi quasi equamente divisi fra le gestioni collettive e quelle di portafoglio.[5] (fig.1.3)

Invece dal rapporto mensile del mese di Maggio, l'ultimo disponibile alla data odierna, si può notare come, con il 28° mese consecutivo di raccolta positiva, il settore sia al suo massimo storico per quanto riguarda le masse gestite, con un patrimonio complessivo di 1 872 miliardi di Euro.[6]

Analizzando il patrimonio gestito, ad oggi, il 48,4% degli asset gestiti riguarda le gestioni collettive mentre il restante 51,6% le gestioni di portafoglio. (fig.1.3)

I soli fondi collettivi hanno raccolto nello stesso mese di Maggio 2,4 miliardi di Euro, con le scelte degli italiani che prediligono i fondi flessibili, seguiti dagli obbligazionari e dai bilanciati.

Questa tendenza verso strategie più flessibili non è unicamente italiana, ma viene anzi ben colta dal *Global Investment Survey* redatto da *Legg Mason Global Asset Management*. Questo sondaggio, che nel suo complesso prende in considerazione 5 370

[4] "What factors drive investment flows?", Morningstar, Novembre 2015
[5] Assogestioni, Mappa Trimestrale del Risparmio Gestito, 1° Trimestre 2016
[6] Assogestioni, Mappa mensile del Risparmio Gestito, Maggio 2016

	2016 I	
	Raccolta netta	Pat. gestito
⊟Gestione collettiva	13.463,6	897.228,1
Fondi aperti	13.394,5	847.611,3
Fondi chiusi	69,1	49.616,8
⊟Gestioni di portafoglio	14.069,0	959.898,6
GPF retail	332,2	30.544,6
GPM retail	-346,8	94.533,7
Gestioni di patrimoni previdenziali	582,8	80.765,3
Gestioni di prodotti assicurativi	12.525,2	665.642,6
Altre Gestioni	975,5	88.412,1
Totale complessivo	**27.532,6**	**1.857.126,0**

Figura 1.3: Raccolta Netta e Patrimonio Gestito al primo trimestre 2016
Elaborazione ottenuta con Cubo - database online di Assogestioni - dati in mln

investitori in 19 Paesi diversi con un patrimonio investito superiore ai 200 000 $, ci permette di confermare come, per gli investitori moderni, la semplice diversificazione non sia più sufficiente, ma vada accompagnata da una soddisfacente decorrelazione.

I fondi flessibili, come anche l'accresciuta domanda dei più giovani per gli strumenti alternativi di capitale, altra grande sorpresa del sondaggio, rispondono maggiormente a queste nuove richieste, diminuendo la correlazione con il mercato e slegandosi parzialmente dai tipici benchmark di riferimento.

Il sondaggio ci rivela anche il perdurare di una situazione italiana già nota: l'Italia si presenta, infatti, come il Paese europeo più esposto verso i titoli a reddito fisso. Inoltre i cosiddetti *"Millenials"*, ovvero i cittadini nati fra il 1980 ed il 2000, sono i più propensi d'Europa ad affidare i loro risparmi ad una gestione professionale. (fig.1.4)

Figura 1.4: Fonte: Legg Mason Global Asset Management

Tuttavia, andando ad analizzare quali siano i 10 fondi comuni di diritto italiano più venduti nel 2014[7] sembra che la scelta dei risparmiatori vada più a premiare le capacità commerciali di chi colloca i prodotti piuttosto che un'attenta analisi svolta a monte dell'investimento.

Innanzitutto, i primi dieci fondi in classifica sono di nuova costituzione. Questo è profondamente in contrasto con l'idea che i risparmiatori nelle loro scelte di investimento vadano ad analizzare le performance passate del fondo: di primo impatto potrebbe addirittura sembrare che essere stati i migliori gestori dell'anno precedente non sia una leva importante per i risparmiatori. Tuttavia vi sono anche altre interpretazioni di questo fenomeno, per esempio attribuibili al fatto che il lancio di nuovi fondi non è mai casuale, ma sempre pianificato e collocato nel momento opportuno per intercettare una forte domanda.[8]

In secondo luogo, i primi 9 fondi prevedono la distribuzione di una qualche forma di cedola. Ricordando il fatto che l'Italia è il Paese più propenso in Europa ad acquistare titoli a reddito fisso, sembra normale che i nostri fondi utilizzino questa

[7]Fonte: Morningstar Direct
[8]Morningstar, *What factors drive investment flows?*, p. 15

leva commerciale.

Ancora, i primi 9 fondi prevedono delle commissioni di collocamento. Queste commissioni, di fatto, nascondono al risparmiatore le commissioni d'ingresso, ammortizzandole in più anni. In realtà, queste vengono subito prelevate dal patrimonio del fondo ma poi reinserite nel valore della quota attraverso dei risconti attivi. Il risparmiatore per i primi anni vedrà un valore fittizio del proprio investimento, che non tiene conto di queste commissioni che sono invece già state prelevate.

In ultimo, appartengono tutti a gruppi bancari, dimostrando quanto sia influente nel settore la rete bancaria e l'accesso diretto al cliente che questa permette.

Pur non avendo la certezza che questi fondi siano stati acquistati solamente da risparmiatori italiani, avendo preso in considerazione solamente quelli di diritto italiano ci si può comunque fare un'idea su quali siano le maggiori richieste nel nostro Paese.
Andando quindi ad analizzare quali siano gli elementi che deve possedere un fondo di successo, è curioso constatare, da un lato, come non vi sia alcuna relazione tra i risultati ottenuti in passato e la raccolta successiva; dall'altro come sembra non vi sia una distinzione degli strumenti sulla base di costi e trasparenza degli stessi.

Andremo quindi ad analizzare quanto incidono le commissioni nelle performance di questi fondi e quanti gestori battono effettivamente il mercato, così da capire se questo tipo di investimento possa essere il più efficiente dal punto di vista di un risparmiatore

1.3 I costi dei Fondi Comuni d'Investimento

Il tema dei costi legati ai Fondi Comuni d'Investimento sembra essere molto più pressante negli Stati Uniti che in Europa.

Nel report "*What factors drive investment flows*", che cerca di capire quali siano i fattori principali che fanno propendere i risparmiatori per un fondo piuttosto che un altro, gli autori di Morningstar citano una vera e propria guerra di prezzi (*"price war"*) nel mercato americano, identificando come il 95% dei flussi in entrata siano intercettati dal 20% dei Fondi con i costi minori negli ultimi 10 anni.[9]

Entrando ancora più nel dettaglio, in un periodo che va dalla metà del 2003 al 2014, i fondi americani che presentavano un Net Expense Ratio sopra la media hanno subìto un deflusso mensile medio dello 0,93% nel caso dei fondi azionari e dello 0,90% nel caso dei fondi obbligazionari, evidenziando in entrambi i casi una prefe-

[9]Dallo studio sono esclusi gli ETF

renza marcata per gli investitori verso i fondi meno costosi. (fig.1.5)

In Europa non abbiamo assistito allo stesso fenomeno.
I fondi più costosi hanno visto flussi positivi mensili per lo 0,02% nel caso degli azionari, e del 0,15% per gli obbligazionari.[10]
Secondo i dati del report, quindi, in Europa ad un aumento dei costi corrisponde un aumento dei flussi in entrata. L'interpretazione data dagli autori di Morningstar è che al di fuori degli Stati Uniti gli investitori diano più valore ad altri fattori, come la struttura del fondo, la capacità del management ecc. (fig.1.5)

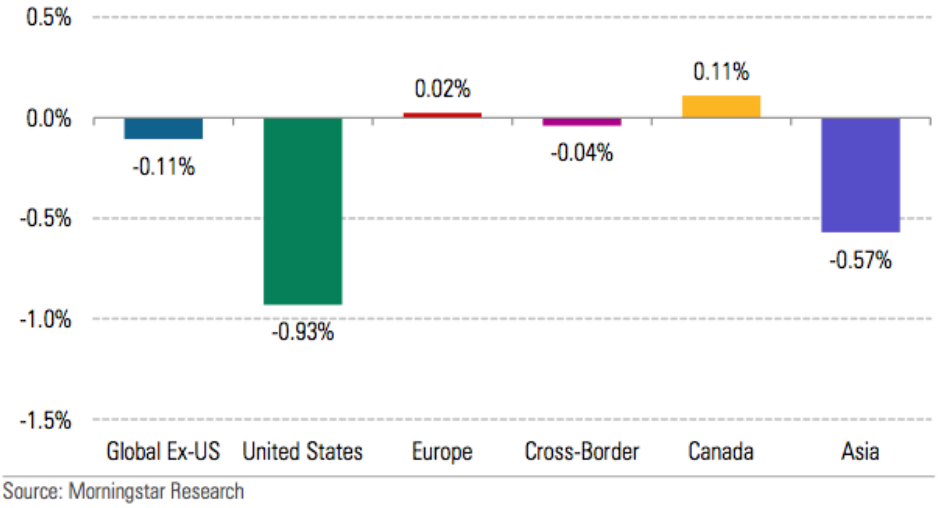


Figura 1.5: Flussi mensili per i fondi azionari con un Net Expanse Ratio sopra la media

[10]Per i fondi non-US il periodo di studio va dal 2008 al 2014

I costi di un investimento in fondi comuni possono essere divisi in 2 grandi tipologie: i costi una tantum ed i costi ricorrenti.
I primi dipendono dalle scelte strategiche delle società, e possono anche non essere previsti: commissioni d'ingresso, d'uscita e di switch, oltre ai diritti fissi. I secondi, invece, sono costi periodici a remunerazione dell'operatività del fondo, come le commissioni di gestione e di performance.
Per venire incontro alle necessità di chiarezza e trasparenza degli investitori, per i fondi è obbligatorio riportare nel prospetto informativo il Total Expensive Ratio (TER) come indicatore sintetico dei costi ricorrenti del fondo rispetto al patrimonio dello stesso.

Tenere in considerazione le commissioni negli investimenti è di importanza cruciale.
A questo proposito Meb Faber, co-fondatore di Cambria Investment Management, ha svolto uno studio, inserito nel libro *Global Asset Allocation: A survey of the world's top asset allocation strategies*, in cui dapprima ha analizzato le varie strategie dei gestori più famosi e performanti al mondo, depurate dall'inflazione, per metterle a confronto con una classica asset allocation 60/40, ovvero 60% azionaria e 40% obbligazionaria, in un periodo che va dal 1972 al 2013. (fig.1.6)

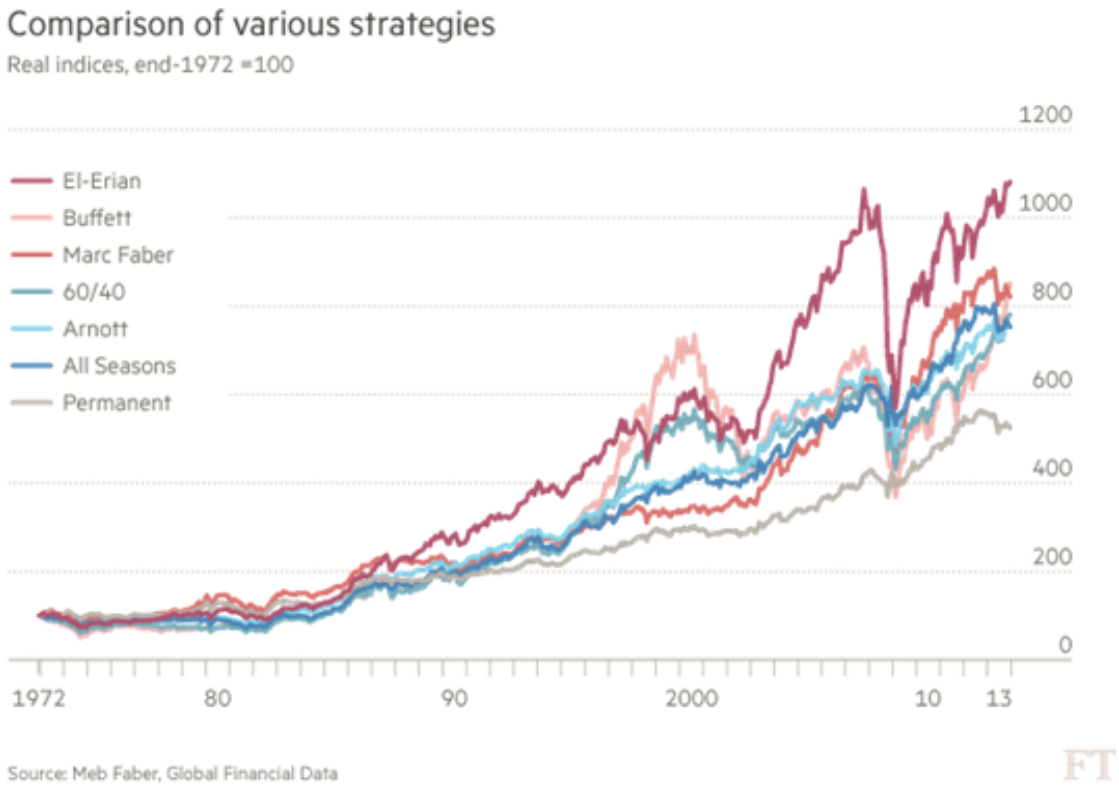


Figura 1.6: comparazione delle varie strategie

Successivamente, ha preso in considerazione la strategia migliore, ovvero quella di Mohamed El-Erian, CEO di Pimco, ed ha ricalcolato la performance inglobando una commissione annuale del 1,25% e del 2,25% che potrebbe essere raggiunta nel caso in cui l'advisor inserisse una commissione di consulenza e utilizzasse poi fondi relativamente costosi. (fig.1.7)

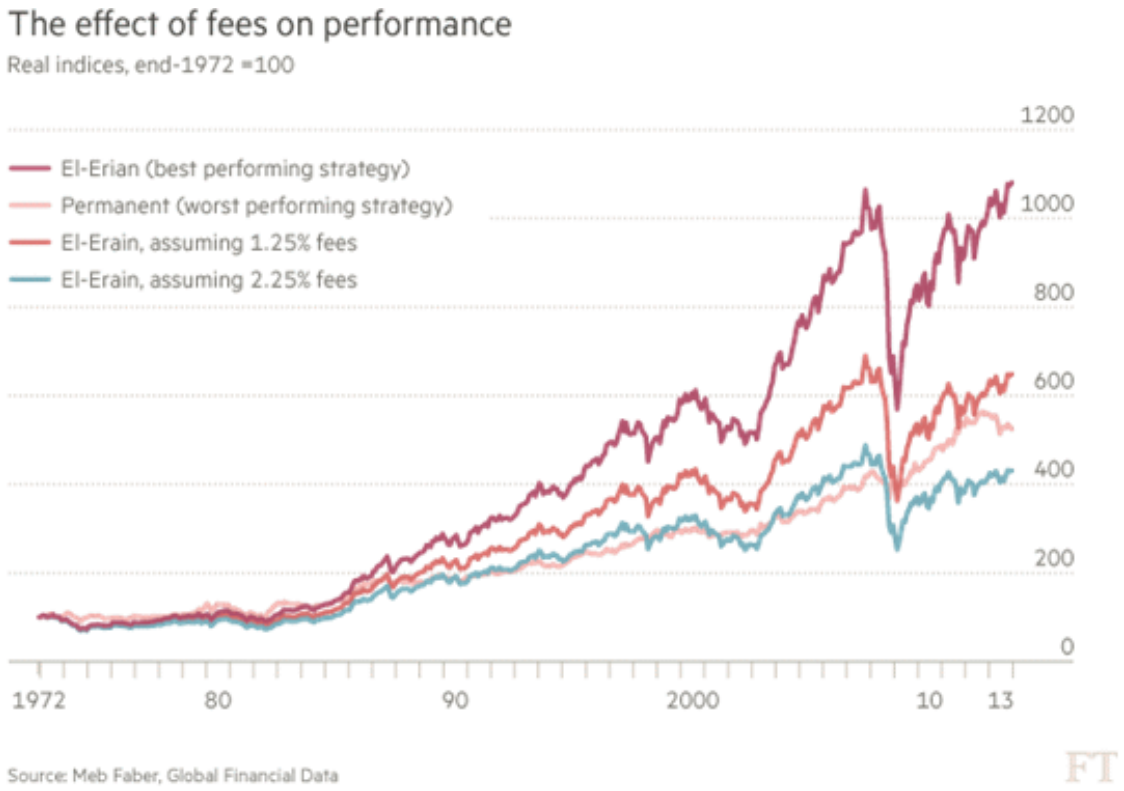


Figura 1.7: l'effetto delle commissioni sulle performance

Il risultato ottenuto è una forte riduzione della perfomance nel primo caso, e addirittura un ritorno inferiore alla performance peggiore, il *permanent portfolio* di Harry Browne, chiaramente considerata al lordo di commissioni, nel secondo caso.

Lo scopo dello studio di Meb Faber era dimostrare che nel lungo periodo le commissioni contano più della capacità del gestore.

Considerando i fondi di diritto italiano più venduti nel 2014, non sono sicuro che queste considerazioni siano state prese in esame dai risparmiatori.

1.4 Differenza fra gestione attiva e passiva

Un fondo comune d'investimento può essere gestito attraverso due strategie speculari.

La gestione passiva consiste nel replicare semplicemente un indice di riferimento così da permettere ad un investitore di seguire l'andamento di un mercato senza dover investire in ogni singola società che lo compone che, oltre ad essere particolarmente costoso a causa delle commissioni che interesserebbero le singole compravendite, diventa anche molto dispendioso in termini di tempo per tutti gli aggiustamenti continui che comporterebbe.
La gestione attiva, invece, consiste nel compiere delle decisioni specifiche d'investimento sui singoli titoli con lo scopo di ottenere maggiore flessibilità, controllo del rischio e, soprattutto, raggiungere un rendimento migliore del proprio benchmark.

Ma quanti gestori effettivamente battono il mercato?

Ogni anno Standard & Poor's, la famosa agenzia di rating americana, rilascia una relazione dettagliata sull'andamento dei fondi a gestione attiva rispetto ai loro benchmark di riferimento denominata "*SPIVA*", ovvero "*S&P Indices Versus Active Funds*".

Il quadro che emerge da questa relazione non è dei migliori: nel comparto azionario, se in un periodo temporale di un anno circa la metà dei gestori superano il benchmark, già a 3 anni questo comincia a prendere il sopravvento, arrivando a sovraperformare la grande maggioranza dei fondi a gestione attiva nel lungo periodo. (Fig.1.8)

Fund Category	Comparison Index	One-Year	Three-Year	Five-Year	Ten-Year
Data in Euros (EUR)					
Europe Equity	S&P Europe 350	31.94	63.77	80.63	86.25
Eurozone Equity	S&P Eurozone BMI	57.88	84.75	88.35	91.35
Nordic Equity	S&P Nordic BMI	38.64	56.41	71.43	86.96
Global Equity	S&P Global 1200	73.60	89.44	96.36	97.83
Emerging Markets Equity	S&P/IFCI	74.92	82.33	89.11	97.01
U.S. Equity	S&P 500	83.91	93.38	97.23	98.87
France Equity	S&P France BMI	44.69	67.77	83.27	84.54
Germany Equity	S&P Germany BMI	46.24	63.74	71.91	79.09
Italy Equity	S&P Italy BMI	31.91	40.00	51.61	72.53
Spain Equity	S&P Spain BMI	24.05	67.07	69.07	82.35
Netherlands Equity	S&P Netherlands BMI	36.36	93.33	100.00	96.77

Figura 1.8: Percentuale di Fondi Europei Azionari sovraperformati dal benchmark - SPIVA Europe year-end 2015

Per quanto riguarda i fondi obbligazionari e internazionali, gli studi di Standard & Poor's nel mercato americano ci mostrano una situazione sostanzialmente analoga, con la grande maggioranza dei fondi battuta dal benchmark nel lungo periodo. (Fig.1.9 e Fig.1.10)

Fund Category	Comparison Index	One-Year (%)	Three-Year (%)	Five-Year (%)	Ten-Year (%)
Government Long Funds	Barclays Long Government	41.46	100.00	98.89	95.56
Government Intermediate Funds	Barclays Intermediate Government	93.10	85.29	68.29	77.08
Government Short Funds	Barclays 1-3 Year Government	90.70	86.36	63.64	74.36
Investment-Grade Long Funds	Barclays Long Government/Credit	12.90	68.50	96.27	93.94
Investment-Grade Intermediate Funds	Barclays Intermediate Government/Credit	93.90	54.17	42.11	54.24
Investment-Grade Short Funds	Barclays 1-3 Year Government/Credit	74.78	63.64	29.63	60.81
High Yield Funds	Barclays High Yield	33.61	57.99	79.23	93.97
Mortgage-Backed Securities Funds	Barclays Mortgage-Backed Securities	73.02	80.00	64.52	81.25
Global Income Funds	Barclays Global Aggregate	56.07	49.34	51.24	60.42
Emerging Markets Debt Funds	Barclays Emerging Markets	89.90	92.96	94.29	81.25

Figura 1.9: Percentuale dei Fondi Americani Fixed-Income sovraperformati dal benchmark - SPIVA US year-end 2015

Uno studio della Banca D'Italia specifico del mercato italiano, seppure fermo al 2011, arriva alle stesse conclusioni, evidenziando come: "*negli ultimi dieci anni, un impiego in BOT avrebbe reso 2,5 punti percentuali annui in più di quello in fondi.*"[11] Lo stesso paper cita anche un altro studio (Resti, 2009) in cui un campione di 55 fondi azionari italiani nel triennio da Aprile 2005 ad Aprile 2008 è stato analizzato calcolando vari indicatori di rischio e confrontato, anzichè con i relativi benchmark, con i corrispondenti ETF al netto dei costi di distribuzione, in modo da ottenere un confronto più omogeneo sul piano delle commissioni.

[11]Banca d'Italia, Temi di discussione, *I fondi comuni aperti in Italia: performance delle società di Gestione del risparmio*, Michele Leonardo Bianchi, Maria Grazia Miele, 2011, pagina 6

Fund Category	Comparison Index	One-Year (%)	Three-Year (%)	Five-Year (%)	Ten-Year (%)
Global Funds	S&P Global 1200	59.46	70.66	78.97	80.39
International Funds	S&P 700	27.16	45.40	55.37	79.17
International Small Cap Funds	S&P Developed Ex-U.S. SmallCap	47.25	56.76	47.37	62.5
Emerging Market Funds	S&P/IFCI Composite	64.07	65.73	69.94	91.43

Figura 1.10: Percentuale dei fondi che investono in mercati internazionali sovraperformati dal benchmark - SPIVA US year-end 2015

Il risultato è che 50 fondi su 55 non sono riusciti a battere l'ETF.

Alla luce di queste considerazioni, all'interno del settore del Risparmio Gestito, molti sostengono che il miglior investimento per il lungo termine sia in fondi indicizzati a gestione passiva (ETF), sostenendo cioè che l'investimento più redditizio nel lungo periodo sia semplicemente seguire il mercato, facendo attenzione a non sottoscrivere commissioni troppo alte.

Alla luce dei dati qui esposti, ritengo che queste considerazioni siano assolutamente valide per il risparmiatore che, per mancanza di tempo o altro, abbia interesse nel lasciar gestire la totalità dei propri risparmi ad un operatore professionale. In questo caso, tentare di scegliere ogni anno un gestore capace di battere il benchmark, sapendo che comunque nel lungo periodo con molta probabilità verrà battuto e dovendo quindi con una certa cadenza ricominciare il processo di scelta, non sembra certamente la strada migliore.

Il risparmiatore motivato e appassionato dei mercati finanziari potrà certamente trovare una soddisfazione maggiore nella gestione autonoma dei propri risparmi.

Capitolo 2

Risparmio come forma d'integrazione del reddito da lavoro

Dagli anni della crisi si è andata consolidando l'idea di una perdita generale di sicurezze nel mondo lavoro.
Tutti noi siamo cresciuti con la necessità ben chiara di trovare un "lavoro sicuro" che ci potesse garantire un reddito certo fino all'età della pensione. Il mondo del lavoro odierno, invece, diventa ogni giorno più improntato sulla flessibilità: grandi banche considerate "*too big to fail*" in bancarotta, imprese in difficoltà e cambiamenti nei contratti di lavoro hanno certamente cambiato lo scenario lavorativo.

In questa sezione si analizzeranno le tematiche principali relative alla situazione lavorativa italiana immaginando quali potrebbero essere le problematiche che una gestione consapevole dei propri risparmi aiuterebbe a superare.

2.1 La disoccupazione in Italia

Innanzitutto, nel nostro Paese stiamo attraversando un enorme problema di disoccupazione, soprattutto giovanile.
Quest'ultima ha subìto l'aumento più eclatante negli anni post-crisi, passando dal 19,4% del 2007 al 37,9% del Dicembre 2015[1]

Secondo l'Istat, il livello generale di disoccupazione a Giugno 2016 è l'11,6%.

Andando ad analizzare il bilancio del mercato del lavoro dal 2007 al 2014, troviamo i dati più allarmanti: in questi anni, infatti, la disoccupazione italiana è aumentata del 108,2%, contro una media europea del 42%.
La Germania, nello stesso periodo, ha visto addirittura diminuire il suo livello di disoccupazione del 41,18%.

Molto gravi anche i dati rigurdanti i cosiddetti *Neet*[2], ovvero i giovani fra i 15 e

[1] Dati Eurostat
[2] Not in Education or in Employment Traning

i 24 anni che non studiano e non lavorano, che passano dal 16,2% nel 2007 al 22,2% nel 2013, la percentuale più alta in Europa.

Superati gli anni di crisi, numeri migliori ci arrivano analizzando il mercato del lavoro nel periodo più prossimo: nel primo trimestre del 2016, con un aumento del PIL italiano dello 0,3% su base congiunturale e dell'1% su base tendenziale, abbiamo assistito anche ad un lieve aumento dell'occupazione.

Il consistente aumento delle tipologie contrattuali a tempo indeterminato verificatosi nell'ultimo periodo, se il trend venisse confermato nei prossimi anni, si rivelerebbe un indicatore dell'efficacia delle recenti riforme del Governo in materia di contratti di lavoro che, congiuntamente a forti riduzioni contributive relative alle nuove assunzioni a tempo indeterminato, hanno radicalmente cambiato le tipologie contrattuali alle quali eravamo abituati.

2.2 La riforma del lavoro: il "Jobs Act"

La riforma del lavoro passata sotto il nome di "Jobs Act", entrata in vigore i primi mesi del 2015, prevede un nuovo sistema contrattuale a tutele crescenti e nuovi ammortizzatori sociali.

La differenza principale con i vecchi contratti, ed è per questo che si parla di un aumento della flessibilità lavorativa, consiste nella notevole riduzione dei campi di applicabilità del reintegro in caso di licenziamento, andando a diminuire la stabilità generale dei rapporti di lavoro.

Per i nuovi assunti, infatti, nel caso di licenziamento illegittimo, ovvero in assenza di giusta causa o di un giustificato motivo oggettivo o soggettivo, il reintegro non è più previsto, ma viene sostituito da un indennizzo crescente con l'anzianità nell'azienda. Questa, pari a 2 mensilità per ogni anno di servizio ma compresa in ogni caso fra 4 e 24 mensilità, non è assogettata a contribuzione previdenziale.
La modifica in esame riguarda il famoso articolo 18, di cui si è discusso moltissimo negli ultimi mesi, ed è valida sia per i lavoratori assunti a partire dal 7 Marzo 2015 sia per coloro già assunti a quella data in aziende che non raggiungono il limite dimensionale di 15 dipendenti.

Rimane invece la possibilità di reintegro lavorativo sia per il licenziamento discriminatorio che per il licenziamento disciplinare nel caso in cui venga provata l'insussistenza del fatto, oltre che per la fattispecie del licenziamento orale o ancora nei casi di nullità espressamente previsti dalla legge.

Allo stesso tempo, si è proceduti ad un riordino delle tipologie contrattuali a termine, con la scomparsa dei contratti a progetto (co.co.pro), previsti solamente in caso di accordi sindacali, e la creazione di un nuovo contratto a termine, con una

durata massima di 3 anni e prorogabile all'interno di questo periodo per massimo 5 volte.
La questione più interessante di questo nuovo contratto a termine, tuttavia, è la possibilità di essere stipulato anche senza una specifica ragione di carattere tecnico, produttivo, organizzativo o sostitutivo (il cosiddetto causalone).
Questa pura discrezionalità nell'assumere un lavoratore con questa tipologia di contratto è uno dei fattori chiave da considerare nell'analizzare la stabilità dei rapporti di lavoro futuri.

Con lo stesso decreto, è stato previsto anche un ampliamento degli ammortizzatori sociali, con la nuova Naspi che aumenta i casi in cui si può ottenere l'indennità di disoccupazione anche ai lavoratori che hanno accettato una risoluzione consensuale del rapporto di lavoro, alle lavoratrici che hanno presentato le dimissioni durante la maternità, alle madri obbligate alle dimissioni durante il periodo tutelato di maternità e al lavoratore licenziato per motivi disciplinari. L'importo della nuova Napsi non potrà superare i 1 300 Euro per un periodo massimo di 2 anni per i lavoratori dipendenti e 6 mesi per i collaboratori e i precari.

Queste riforme, unite a sgravi contributivi per le nuove assunzioni, hanno lo scopo di rilanciare il mercato del lavoro. Tuttavia, è lampante come la nuova direzione sia verso una crescente flessibilità, a scapito dei vecchi temi legati alla stabilità del rapporto di lavoro.

Se da un lato questo certamente elimina una parte di rigidità insita nelle vecchie tipologie contrattuali, da un altro aumenta l'incertezza dei lavoratori.

2.3 Esiste ancora il "tempo indeterminato"?

Alla luce di queste riforme, con l'abolizione dell'Art.18 e la possibilità per un datore di lavoro di licenziare un lavoratore senza essere costretto al reintegro in caso di licenziamento illecito, molti si sono chiesti se in Italia il lavoro a tempo indeterminato non esista più, in quanto il datore di lavoro, pagando un indennizzo, è ora libero di licenziare a piacimento.

Andando ad analizzare i dati, sembra che in effetti l'introduzione del contratto a tutele crescenti e l'abolizione dell'Art.18 non siano state altro che una formalizzazione di un fenomeno ormai in atto da molti anni: la scomparsa del posto fisso come l'abbiamo sempre conosciuto.
Quella sorta di monogamia aziendale che fino a pochi anni fa era sentita come un vero e proprio obiettivo lavorativo, che spingeva moltissime persone ad ambire a poltrone in banca o in grandi aziende, sembrerebbe ormai superata.

La statistica, in effetti, sembra dar credito a questi fatti: Secondo il Rapporto Annuale sulle Comunicazioni Obbligatorie redatto dal Ministero del Lavoro, nel

2015, il 65,5% dei contratti in essere in Italia sono contratti a tempo determinato. Non possiamo non notare come i contratti a tempo indeterminato siano aumentati notevolmente a seguito dell'introduzione del *Jobs Act* (un aumento del 79,5% su base annua), anche se non possiamo ancora sapere se ciò è avvenuto per effetto della decontribuzione ancora in vigore o per una variazione strutturale e duratura verso un contratto più stabile. (Fig. 2.1)

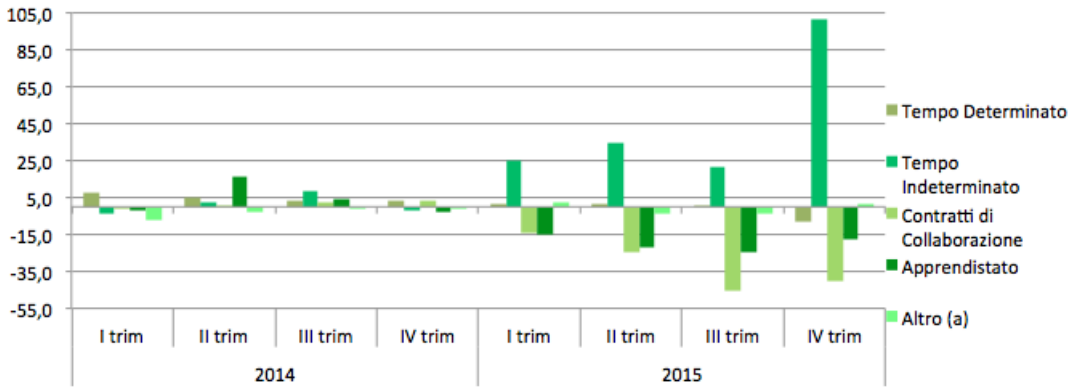


Figura 2.1: Rapporti di lavoro attivati per tipologia di contratto (variazione percentuale rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente). I trimestre 2014 – IV trimestre 2015 - Fonte: Rapporto annuale sulle Comunicazioni Obbligatorie 2016

L'incertezza nelle posizione lavorative, quindi, non sembra essere un fenomeno nuovo nel nostro Paese.
Se da un lato tuttavia non si può negare che la stabilità lavorativa oggi sia meno certa di qualche anno fa, è interessante cercare di capire se questa sia stata effettivamente colpita duramente dalle riforme oppure se nel nostro Paese persista ancora una soddisfacente tutela del lavoro.
Si cercherà di comprendere questo fatto attraverso l'Employment Protection Legislation Index.

2.4 Employment Protection Legislation Index

L'Employment Protection Legislation Index è un indice calcolato dall'Ocse sulla base dell'insieme di regole e procedure che disciplinano il mercato del lavoro in ciascun Paese, che fornisce una stima della protezione generale dell'occupazione previsto dalle normative in vigore.

Gli indicatori utilizzati fanno riferimento a 21 fattori suddivisi in 3 aree principali: normativa sui lavoratori a tempo indeterminato licenziati senza giusta causa, contratti a termine o lavoro interinale e regole specifiche nei licenziamenti collettivi. La scala dell'indicatore va da 0 a 6 dove per 6 si intende la maggior tutela dei lavo-

ratori.

Il punteggio dell'Italia dagli anni '90 al 2013 è calato dal 3,82 al 2,26.[3] Questa diminuzione, in realtà, ha riguardato tutte le economie europee ad eccezione di Francia, Gran Bretagna ed Irlanda definendo quello che è un trend comune in Europa. In Italia la diminuzione è stata di circa il 40%. (Fig. 2.2)

	Belgio	Francia	Germania	Grecia	Italia	Portogallo	Spagna	Austria	Finlandia	Irlanda	Olanda
1990	3,19	2,7	2,92	3,62	3,82	4,1	3,65	0,85	2,02	0,84	2,21
1991	3,19	2,98	2,92	3,62	3,82	4,1	3,65	0,85	2,02	0,84	2,2
1992	3,19	2,98	2,92	3,62	3,76	3,98	3,649	0,85	1,85	0,84	2,2
1993	3,19	2,98	2,92	3,62	3,76	3,98	3,65	0,85	1,85	0,84	2,22
1994	3,19	2,98	2,96	3,62	3,76	3,98	3,65	0,85	1,85	0,84	2,14
1995	3,19	2,98	2,9	3,62	3,76	3,98	2,8	0,85	1,85	0,84	2,11
1996	3,19	2,98	2,9	3,62	3,76	3,98	2,8	0,85	1,85	0,84	2,11
1997	3,19	2,98	2,59	3,62	3,76	3,7	2,8	1,15	1,78	0,84	2,11
1998	2,07	2,98	2,34	3,62	3,19	3,7	2,8	1,15	1,94	0,84	2,11
1999	2,07	2,98	2,34	3,62	3,19	3,7	2,8	1,15	1,94	0,84	1,91
2000	2,07	2,98	2,34	3,62	3,01	3,7	2,8	1,15	1,94	0,84	1,91
2001	2,09	2,98	2,34	3,62	3,01	3,7	2,8	1,15	1,94	0,84	1,91
2002	2,09	2,98	2,34	3,62	2,57	3,7	2,8	1,15	1,86	0,84	1,91
2003	2,09	3,05	2,09	3,62	2,38	3,7	2,8	1,15	1,86	0,84	1,91
2004	2,09	3,05	1,93	2,62	2,38	3,49	2,8	1,15	1,86	1,03	1,91
2005	2,09	3,05	1,93	2,62	2,38	3,49	2,8	1,146	1,865	1,03	1,91
2006	2,09	3,05	1,93	2,62	2,38	3,49	2,8	1,15	1,86	0,95	1,91
2007	2,09	3,05	1,93	2,62	2,38	3,49	2,68	1,02	1,86	0,95	1,91
2008	2,09	3,05	1,93	2,62	2,38	3,18	2,68	1,02	1,86	0,95	1,91
2009	2,09	3	1,93	2,62	2,38	3,18	2,68	1,02	1,86	0,95	1,88
2010	2,19	3	1,93	2,62	2,38	3,03	2,68	1,27	1,86	0,95	1,88
2011	2,19	3	1,93	2,22	2,38	3,03	2,39	1,27	1,86	0,95	1,88
2012	2,09	3	1,93	2,1	2,38	2,75	2,45	1,27	1,86	1,01	1,88
2013	2,09	3	2	2,07	2,26	2,5	2,31	1,27	1,86	1,01	1,88

Figura 2.2: EPL nell'eurozona - Elaborazione economiaepolitica.it su dati OCSE

L'aumento della flessibilità nel mercato del lavoro che stiamo osservando in questi ultimi anni in realtà non è una novità, ma fa parte di movimenti di lungo periodo nei rapporti lavorativi in Europa, che stanno lentamente diminuendo le tutele a favore dei lavoratori per venire incontro a nuove esigenze dell'economia nel suo complesso. Questi mutamenti, seppur da un lato si potrebbero considerare fisiologici, potrebbero rivelarsi un problema per le fasce più deboli della popolazione e, di riflesso, per il welfare del Paese.

2.5 L'esempio tedesco

Circa dieci anni fa la Germania affrontò una pesante riforma del mondo del lavoro, i cui danni o benefici sono ancora discussi, che spesso viene accostata al nostro *Job*

[3]Dati OCSE - http://www.oecd.org/employment/emp/oecdindicatorsofemploymentprotection.htm

Acts.

La situazione in quegli anni era abbastanza critica: il Paese stava ancora lentamente unendo le economie delle parti Est-Ovest, L'Europa aveva appena introdotto l'Euro con tutte le incognite che questo comportava e il mondo si stava aprendo alla concorrenza della Cina, che minava tutte quelle esportazioni su cui l'economia tedesca si fondava. Solo tra il 2000 e il 2003 si erano creati 5 milioni di disoccupati in più.

La riforma del lavoro prevista dall'allora Cancelliere Schröder consisteva sostanzialmente in un aumento della flessibilità lavorativa: fra i vari punti, vennero abbandonati i limiti temporali per i contratti a termine, ridotto l'importo e la durata della disoccupazione, ammorbidite le regole sui licenziamenti e infine creato un nuovo contratto di lavoro occasionale, denominato "mini-job", che permetteva di lavorare poche ore al mese ricevendo una retribuzione di 450 euro esentasse cumulabili con il sussidio di disoccupazione.

Oggi la Germania può vantare una disoccupazione fra le più basse d'Europa, al 4,7%[4] e i lavoratori che utilizzano i min-job sono più di 8 milioni, il 25% dei dipendenti.[5]

Questa forma contrattuale, pensata inzialmente come una formula transitoria per favorire l'ingresso nel mondo del lavoro, ha portato nel tempo ad una situazione in cui un elevato numero di persone lavora con un contratto di bassissima qualità. Se da un lato certamente la riforma ha rialzato un Paese con delle profonde problematiche strutturali che ne impedivano lo sviluppo, contribuendo a creare quella che è oggi la locomotiva d'Europa, sono in molti a ritenere che il peso sociale della flessibilità non sia ancora stato del tutto pagato, e che i mini-job abbiano contributo a creare una fascia della popolazione molto povera che con ogni probabilità peserà molto sulle casse dello Stato in futuro.

Secondo Karl Brenke, analista dell'Istituto di ricerche economiche berlinese DIW, gran parte di questi lavoratori, non avendo maturato sufficienti contributi, avranno bisogno del welfare tedesco per poter vivere durante gli anni della pensione, e due terzi di questi lavoratori sono donne.

Nel 2012, la Consejeria de Empleo y Seguridad Social, agenzia tecnica che opera sotto il Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale spagnolo, ha prodotto un grafico che, seppur nella sua lingua madre, fotografa molto bene la situazione dei mini-job divisa per settori, evidenziando anche la durata media degli stessi. (Fig.2.3)

[4]Fonte: Eurostat - Aprile 2015

[5]Fonte: Il sole 24 ore, articolo del 21 Settembre 2013

Figura 2.3: La situazione dei minijob tedeschi secondo la Consejeria de Empleo y Seguridad Social

Chiaramente non si sta sostenendo che attraverso il *Job Acts* l'Italia si troverà nella stessa situazione tedesca, con una disoccupazione molto bassa ma una potenzionale bomba ad orologeria per il welfare pubblico in futuro.
Ma, poichè è in atto già da alcuni anni un trend mondiale di ridefinizione dei contratti di lavoro, che con l'aumento della flessibilità lavorativa richiesta dal mercato va di pari passo con una diminuzione delle tutele dei lavoratori, l'integrazione del proprio reddito attraverso una gestione consapevole dei propri risparmi potrebbe essere una strada molto intelligente da seguire per molti lavoratori moderni.

Capitolo 3

Risparmio come forma d'integrazione pensionistica

La terza grande area di incertezza, mondiale ma soprattutto italiana, è la pensione.

L'idea di ottenere una pensione pubblica al termine dell'attività lavorativa, alla luce delle moderne congiunture economiche del nostro Paese, sembra sempre più difficile. Molti sono già corsi ai ripari attraverso forme pensionistiche di natura privata e molte sono state le riforme negli ultimi decenni per tentare di migliorare la situazione.

Ritrovarsi al termine dell'età lavorativa senza una pensione sufficiente per continuare a svolgere una vita decorosa è una preoccupazione tangibile e reale.
Una gestone attiva e consapevole dei propri risparmi gioverebbe sicuramente a questa situazione.

3.1 Il sistema pensionistico

Il sistema pensionistico è un metodo di redistribuzione della ricchezza che trasferisce risorse prodotte dalla popolazione attiva a chi è ormai uscito dalla vita lavorativa per ragioni di età anagrafica, contributiva, o perchè non più in grado di lavorare.

L'intero sistema viene finanziato principalmente dai contributi sociali dei lavoratori o dalla fiscalità generale nel caso in cui si presentino squilibri fra i flussi in entrata e in uscita, e prevede alcuni concetti di equità alla base: l'equità attuariale, che si ottiene garantendo ad ognuno lo stesso tasso di rendimento interno, ovvero il tasso che eguaglia in un istante di tempo i contributi versati al valore attuale delle pensioni ricevute; l'equità previdenziale, quando a parità di durata lavorativa si garantisce lo stesso tasso di sostituzione; e l'equità assistenziale, quando tutti gli individui possono ottenere un reddito minimo, indipendentemente dai contributi versati.

Per l'Italia, questo costituisce una spesa enorme: circa 270 miliardi di Euro l'anno, pari al 16,8% del PIL[1], detenendo il primato per la spesa pensionistica più elevata d'Europa.

3.1.1 Il finanziamento delle pensioni

Per quanto riguarda il finanziamento delle pensioni, questo può essere attuato in 2 modi: il metodo a ripartizione o il metodo a capitalizzazione.
Nel sistema a ripartizione, le pensioni erogate vengono finanziate direttamente attraverso i contributi versati dai lavoratori nello stesso periodo.
Considerando:

P_t = pensioni erogate al tempo $_t$
C_t = contributi versati al tempo $_t$

Il sistema a ripartizione può essere espresso con la seguente equazione:

$$P_t = C_t \tag{3.1}$$

Risulta chiaro come questo metodo sia esposto ad un rischio demografico, poiché una diminuzione del numero dei lavoratori attivi unito ad un aumento dei pensionati, fenomeno a cui stiamo assistendo, porterebbe a problemi di sostenibilità.

Nel sistema a capitalizzazione, invece, le pensioni che ogni individuo riceve sono il frutto dei suoi stessi contributi versati e capitalizzati attraverso un investimento nel mercato:
Considerando:

P_{t+1} = pensioni erogate al tempo $_{t+1}$
i = tasso di capitalizzazione

Il sistema a capitalizzazione diventa:

$$P_{t+1} = C_t(1 + i) \tag{3.2}$$

Questo metodo presenta dei rischi finanziari, poiché qualsiasi investimento comporta per forza di cose il rischio di non riottenere a scadenza il capitale investito.

Non possiamo definire a priori un sistema migliore dell'altro. Infatti, confrontando il rendimento nelle due tipologie, considerando:

W_t = salario lordo al tempo $_t$
a = aliquota di contribuzione

[1]Dati CGIA di Mestre

n = tasso di crescita dell'occupazione
m = tasso di crescita dei salari
–> $W_{t+1} = W_t(1+n)(1+m)$ = salario lordo al tempo $_{t+1}$

Otteniamo che, con il sistema a ripartizione, i contributi versati al tempo $_t$ sarebbero pari alle pensioni ricevute nello stesso periodo:

$$C_t = aW_t = P_t \tag{3.3}$$

Mentre quelli al tempo $_{t+1}$:

$$C_{t+1} = aW_{t+1} = aW_t(1+n)(1+m) = P_{t+1} \tag{3.4}$$

anch'essi pari alle pensioni erogate al tempo $_{t+1}$

Il rendimento implicito di chi versa i contributi al tempo $_t$ e precepisce la pensione al tempo $_{t+1}$ sarebbe:

$$\frac{P_{t+1}}{C_t} - 1 = \frac{aW_t(1+n)(1+m)}{aW_t} - 1 = m + n + mn \cong m + n \tag{3.5}$$

Un sistema di finanziamento delle pensioni a ripartizione, quindi, garantisce un rendimento implicito pari a circa la somma del tasso di crescita dell'occupazione e il tasso di crescita dei salari.

Nel metodo a capitalizzazione, invece, i contributi versati al tempo $_t$ sarebbero i medesimi:

$$C_t = aW_t \tag{3.6}$$

ma questi verrebbero investiti nel mercato dei capitali al tasso i, le pensioni erogate al tempo $_{t+1}$ perciò, sarebbero pari alla capitalizzazione di questi contributi:

$$C_t(1+i) = aW_t(1+i) = P_{t+1} \tag{3.7}$$

Il rendimento implicito ottenuto da chi versa i contributi al tempo $_t$ e riceve la pensione nel tempo successivo sarebbe perciò pari a i, ovvero il sistema a capitalizzazione garantisce un rendimento implicito pari al tasso di capitalizzazione ottenuto nei mercati dei capitali.

Quale dei due sistemi sia il migliore dipende unicamente dal fatto che il tasso di capitalizzazione i sia maggiore o minore alla somma dei tassi di crescita dell'occupazione e dei salari n e m.
Non è possibile, come si diceva, definire un sistema migliore a priori ma il sistema a ripartizione è migliore del sistema a capitalizzazione se e solo se $n + m > i$ e viceversa.

3.1.2 Il calcolo delle prestazioni

Per quanto riguarda invece il calcolo delle prestazioni pensionistiche, anche questo può essere disposto in 2 modi: il metodo retributivo o il metodo contributivo.

Attraverso il metodo retributivo la prestazione viene calcolata sulla base di un'aliquota di rendimento relativa alle retribuzioni percepite da ognuno.
Ogni individuo, quindi, percepirà la pensione sulla base della propria anzianità contributiva, ottenendo così un'equità previdenziale.

Considerando:
P = prestazione percepita al momento del pensionamento
β = aliquota di rendimento
R_p = retribuzione pensionabile
L = anni di contribuzione

La pensione calcolata con il metodo retributivo diventa:

$$P = \beta R_p L \tag{3.8}$$

Con il metodo contributivo, invece, occorre determinare innanzitutto il montante individuale, che si ottiene capitalizzando ad un tasso (in Italia prefissato in base all'età del lavoratore) la sommatoria dei contributi versati:

$$MC = \sum_{j=1}^{L} aR_j(1+r)^{L-j} \tag{3.9}$$

Con:
MC = montante contributivo
a = aliquota di contribuzione
R_j = retribuzione nell'anno j
r = fattore di capitalizzazione
L = anni di contribuzione

ed eguagliare successivamente il montante così ottenuto con il valore attuale del flusso delle prestazioni pensionistiche:

$$MC = VA(P) \tag{3.10}$$

dove:

$$VA(P) = \sum_{j=1}^{e(L)} P\frac{1}{(1+r_z)^j} \tag{3.11}$$

con
$e(L)$ = aspettativa di vita al momento del pensionamento

Poichè la prestazione dipende dai propri contributi versati e successivamente capitalizzati, questo metodo permette di ottenere un'equità attuariale.

In Italia, pur mantenendo un sistema di finanziamento a ripartizione, si sta compiendo un passaggio nel calcolo delle prestazioni dal metodo retributivo al metodo contributivo.
Il primo, istituito nel 1945, doveva servire a garantire una pensione minima per tutti, indipendentemente dai contributi individuali versati.
Alla base di questo ragionamento vi era l'ottimistica previsione di uno sviluppo costante e progressivo del Paese, che avrebbe necessitato di una sempre crescente forza-lavoro.
In 70 anni, però, da un lato lo sviluppo tecnologico ha diminuito notevolmente questa necessità, dall'altro l'aumento dell'età media ha reso sempre più gravoso per le casse dello Stato il pagamento delle prestazioni, mandando in crisi tutto il sistema.
Il rischio demografico legato al metodo retributivo si sta manifestando già da molti anni, gettando molta incertezza relativamente alle prestazioni future.

Sulla base di queste problematiche, la riforma Fornero del 2011 ha accelerato quel processo di passaggio al metodo contributivo già previsto in tempi più lunghi dalle precedenti riforme e, contestualmente, ha innalzato l'età pensionistica.

3.2 L'incertezza delle prestazioni future

La paura che la pensione che si riceverà al termine della vita lavorativa non sia sufficiente per mantenere uno stile di vita adeguato non è un problema solamente italiano.
Nel report di HSBC "The Future of Retirement - Life after work?", che sintetizza la visione di 16 000 persone in 15 Paesi diversi, si legge:

> "*Generating an adequate income in retirement remains a major challenge for most people, given the financial conditions created by the global economic downturn*"

Dallo stesso studio possiamo estrapolare alcuni dati per spiegare il fenomeno.
E' interessante notare come il 12% degli intervistati ritiene che non riuscirà mai a ritirarsi completamente per vivere della sola pensione.
Il fatto, invece, che gli assegni pubblici corrispondano in media al 37% della totalità della prestazione percepita, ci fa capire come la maggior parte delle persone abbia già predisposto una forma pensionistica alternativa.
Infatti, coloro che si trovano ancora in eta lavorativa, stimano che per loro la pensione pubblica sarà pari al 24% delle entrate future, accettando di fatto la diminuzione del ruolo dello Stato nel garantire una pensione e affermando implicitamente di doversi affidare ad altre forme pensionistiche.

Molto interessante anche il fatto che per quasi due quinti degli intervistati (38%) la pensione sia minore di quella che si aspettavano, mentre il 63% dei pensionati è preoccupato di trovarsi senza abbastanza denaro durante gli anni di pensionamento.

Dalla ricerca di HSBC emergono anche alcune conclusioni e consigli particolari riguardanti la pensione, di cui uno è particolarmente in linea con quanto sostenuto in questa tesi:

"*Don't rely on one source of retirement income*"

In Italia, le adesioni alle forme di previdenza complementare continuano ad aumentare.
Secondo l'ultima relazione del Presidente COVIP, che ogni anno rende noti i dati riguardanti settori nei quali esercita le proprie attività, le adesioni a queste forme pensionistiche sono aumentate del 12,5% rispetto all'anno precedente e possono contare ormai in 5,2 milioni di lavoratori dipendenti privati, 1,9 milioni di lavoratori autonomi e 174 000 lavoratori del settore pubblico, con un patrimonio raccolto di 140 miliardi di Euro, in aumento del 7,1%.

Alla luce di questo, è ormai chiaro come le forme pensionistiche integrative e complementari siano il futuro. La sola pensione obbligatoria statale sta arrancando ormai da molti anni, ed è palese come nei prossimi anni il peso delle pensioni private aumenterà notevolmente.
Proprio per questo, al pari dei fondi pensione o dei PIP, una gestione consapevole dei propri risparmi potrebbe essere un valido supporto per sostenere le spese durante l'età della pensione, andando a bilanciare prestazioni pensionistiche non sufficientemente elevate, o comunque più basse di quello che si poteva immaginare.

Capitolo 4

Le opzioni finanziarie: presentazione generale dello strumento

Le opzioni sono dei contratti finanziari scambiati nel mercato dei capitali che danno al compratore, a fronte di un *premio* pagato al venditore, il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere una certa quantità di un'attività sottostante (titoli, indici, valute, ecc.) ad un determinato prezzo, definito *strike price*, entro o durante una data specifica, denominata *expiration date*.
Data l'alta flessibilità e praticità di questo strumento, i mercati delle opzioni sono cresciuti moltissimo da quando sono stati istituiti e, ad oggi, vengono utilizzati sostanzialmente da tre grandi categorie di operatori:

- Gli hedgers, che utilizzano lo strumento come forma di copertura per i propri investimenti, di fatto assicurandosi contro movimenti sfavorevoli di prezzo senza perdere il beneficio derivante dai movimenti favorevoli.

- Gli speculatori, che guadagnano sulla variazione di prezzo delle opzioni stesse. Poichè con una singola opzione si controlla una più ampia quantità del sottostante[1], questo strumento permette di operare a leva aumentando proporzionalmente i profitti e le perdite. Con un esborso iniziale relativamente contenuto si controlla, infatti, un'ampia posizione speculativa.

- Gli arbitraggisti, che tentano di guadagnare dalle asimmetrie di prezzo presenti in mercati differenti. Chiudendo due operazioni con segno opposto possono infatti garantirsi un guadagno a rischio zero.

Le opzioni assumono caratteristiche diverse sulla base della data di scadenza, dello strike e del diritto che incorporano.

In prima analisi, dunque, le opzioni si dividono in *call* e *put*.
Le call danno al compratore il diritto, ma non l'obbligo, di *acquistare* un sottostante ad un prezzo definito entro (o durante) una certa scadenza prefissata.

[1]Solitamente, immaginando una operazione in opzioni aperta sull'azionario, con una singola opzione si controlleranno 100 azioni di una società

Chiaramente il compratore eserciterà il diritto acquistato solamente se il prezzo del sottostante è in quel momento superiore allo *strike price*, venendo così in possesso dell'attività ad un prezzo inferiore a quello corrente di mercato. Il possessore di una call, quindi, spera che il prezzo del sottostante aumenti di valore.

Senza tener conto del costo dell'operazione, il valore a scadenza (payoff) della call dipenderà dal prezzo del sottostante.
Definendo:

S_t = valore del sottostante
X = strike price

Il payoff di una call in acquisto, costruito con la funzione di profitto nell'asse delle ordinate e nelle ascisse il valore del sottostante, sarà:

$$max(S_t - X; 0) \tag{4.1}$$

e verrà esercitata solamente se $S_t > X$. (fig. 4.1)

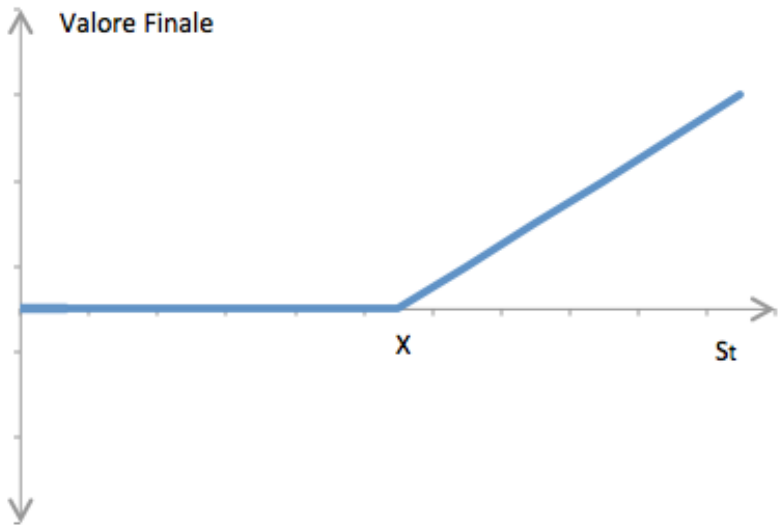


Figura 4.1: Payoff di una call lunga

Trattata in maniera speculativa, la call permette di beneficiare del rialzo di un ampio numero di contratti del sottostante senza doverli sottoscrivere, con il costo che comporta, ma pagando unicamente il premio per l'opzione.
Al contrario, per un hedger permette di coprire le perdite di una salita dei prezzi del sottostante, nel caso in cui l'investitore stesse in quel momento scommettendo sul suo ribasso.

Le put, invece, danno al compratore il diritto, ma non l'obbligo, di *vendere* un sottostante ad un prezzo definito entro (o durante) una certa scadenza prefissata.

Ovviamente in questo caso il compratore eserciterà il diritto in suo possesso solamente se il prezzo del sottostante è in quel momento inferiore allo *strike price*, vendendo così l'attività ad un prezzo superiore a quello corrente di mercato.
Un possessore di put, quindi, spera che il prezzo del sottostante diminuisca.
Il payoff a scadenza sarà:

$$max(X - S_t; 0) \tag{4.2}$$

e verrà esercitata solamente se $S_t < X$. (fig. 4.2)

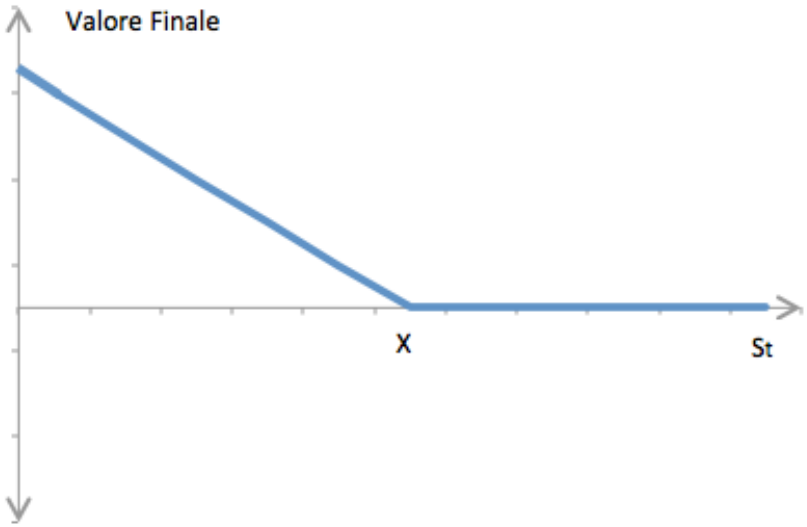


Figura 4.2: Payoff di una put lunga

L'acquisto di una put, trattata speculativamente, permette di scommettere sul ribasso di un sottostante con rischi inferiori rispetto allo *short selling*[2]. Infatti, mentre la perdita potenziale della vendita allo scoperto è infinita, nel caso di acquisto di una put la perdita massima sarà il premio pagato.
Al contrario, questo strumento può anche fornire protezione contro i ribassi di portafoglio e, se il compratore oltre all'opzione possiede anche il sottostante, una discesa di quest'ultimo sotto lo strike verrà compensata dal guadagno in conto capitale derivante dall'opzione.

Sia a fronte di un acquisto di una call che di una put il profitto potenziale è illimitato, perchè dipende unicamente dall'aumento o diminuzione del sottostante.

Diverso è invece il caso di vendita di opzioni.
Innanzitutto, occorre sottolineare che, mentre per il compratore sussiste un diritto

[2]si definisce *short selling*, o vendita allo scoperto, la vendita di un sottostante che non si possiede, scommettendo sul fatto che, al momento del riacquisto e quindi di chiusura dell'operazione, questo sia ad un prezzo inferiore rispetto a quello iniziale.

ma non un obbligo per quanto riguarda l'esercizio dell'opzione, il venditore è sempre obbligato ad onorare l'impegno preso nel caso in cui il compratore decidesse di esercitare l'opzione in suo possesso.
In secondo luogo, vendendo un opzione non si assume una posizione definita, poichè il guadagno si ottiene sia se il sottostante si muove in una direzione, ovvero al ribasso in caso di vendita di una call o al rialzo nel caso di una put, sia se questo rimane più o meno fermo, senza un movimento deciso ma senza nemmeno raggiungere lo strike.
Infatti, qualora lo strike di una opzione venduta non fosse raggiunto, il venditore potrà tenersi il premio incassato, che corrisponderà al profitto del'operazione.

Alla luce di questo doppio scenario favorevole per il venditore di opzioni, nel caso di vendita di una opzione call la posizione assunta è detta *non rialzista*, e il suo payoff sarà speculare a quello di un acquisto. (fig. 4.3)

$$-max(S_t - X; 0) = min(X - S_t; 0) \tag{4.3}$$

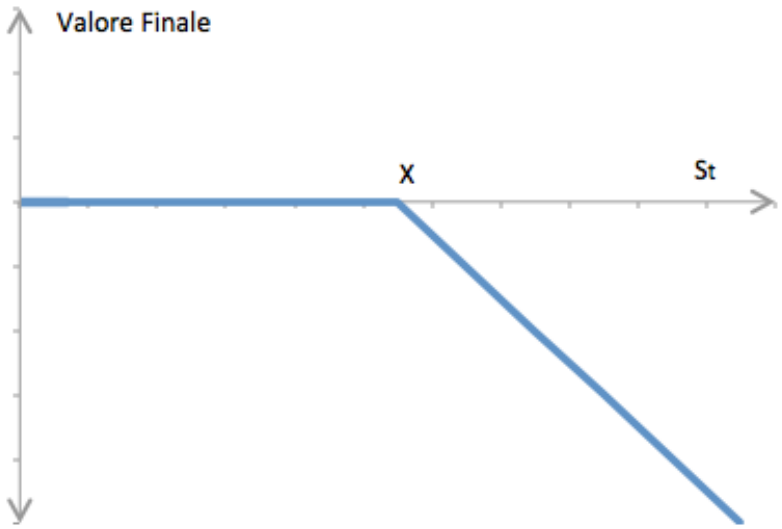


Figura 4.3: Payoff di una call corta

Si nota che se $S_t < X$ la call scade senza valore, permettendo al venditore di mantenere il premio incassato con la vendita.

Nel caso di vendita di una opzione put la posizione assunta sarà *non ribassista* e il payoff sarà, ovviamente, anch'esso speculare a quello di una put in acquisto. (fig. 4.4)

$$-max(X - S_t; 0) = min(S_t - X; 0) \tag{4.4}$$

Anche qui si può notare che se $S_t > X$ la put scade senza valore.

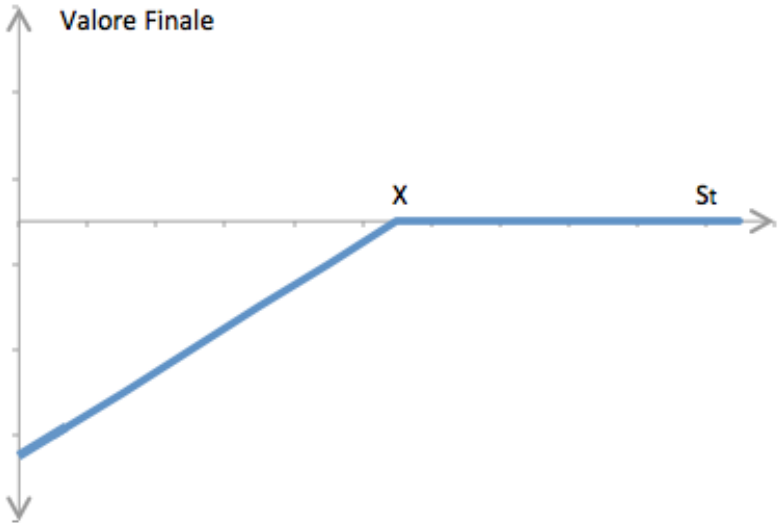


Figura 4.4: Payoff di una put corta

E' importante notare sia per le call che per le put corte che il profitto massimo è dato sempre dal premio incassato ma, specularmente a quanto accade con le posizioni lunghe, è la perdita potenziale ad essere illimitata.

Gli altri due aspetti fondamentali delle opzioni, si ricorda, sono l'*expiration date* e lo *strike*.
Per quanto riguarda l'*expiration date*, le opzioni possono essere di due tipi: si definiscono *europee* le opzioni che possono essere esercitate solamente a scadenza, mentre si definiscono *americane* quelle che possono essere esercitate in qualsiasi momento dalla data d'acquisto alla data di scadenza.
E' tuttavia dimostrabile come non sia mai conveniente esercitare prima della scadenza una call americana scritta su un titolo che non paga dividendi.

Di norma, la scadenza delle opzioni è fissata per il terzo Venerdì del mese, ultimo giorno in cui sono aperte le contrattazioni, anche se in realtà la data precisa è alle 22.59 (Central Time) del Sabato che segue il terzo Venerdì del mese. Sono comunque ormai disponibili in molti mercati opzioni con scadenze settimanali.

Ragionando, invece, sulla base dello *strike*, una opzione viene definita *in the money* se esercitata immediatamente comporterebbe un flusso di cassa positivo. Analogamente, viene definita *at the money* quando comporterebbe un flusso di cassa nullo e *out of the money* un flusso di cassa negativo.
Nel caso di una opzione call, quindi, essa diventa *in the money* non appena S_t diventa maggiore di X, *at the money* quando $S_t = X$ e *out of the money* quando $S_t < X$.

4.1 Il funzionamento del mercato

Per la maggior parte delle borse, il mercato è retto da dei *market makers*, ovvero da degli operatori che fissano sia il *bid*, il prezzo a cui sono disposti a comprare, che l'*ask*, a cui sono disposti a vendere.
E' opinione comune che il loro ruolo aumenti la liquidità del mercato e assicuri che non vi siano ritardi nell'esecuzione degli ordini.
Essi traggono profitto dallo *bid-ask spread*, ovvero dalla differenza dei prezzi di acquisto e di vendita degli strumenti.

In una compravendita di opzioni, poichè il venditore ha degli obblighi nei confronti del compratore, è richiesto che egli disponga di un deposito di garanzia presso il proprio broker affinchè l'operazione possa essere messa in atto, denominato *margine iniziale*. Questo verrà rivalutato giornalmente in base ai profitti ed alle perdite incorse (*margine di mantenimento*), evitando così rischi d'insolvenza. Al compratore, invece, a causa della componente di leva già intriseca nelle opzioni, per quelle con scadenza entro i 9 mesi non è concesso l'acquisto a margine (*buy on margin*), ma dovrà pagare l'intero prezzo al momento dell'acquisto.

A garanzia di tutto il meccanismo vi è una Cassa di Compensazione e Garanzia che tiene conto di tutti i contratti in essere e liquida gli ordini d'esercizio. La più conosciuta è l'americana *Options Clearing Corporation* che regola tutti i mercati dei derivati americani.

Date le innumerevoli sfacettature che comportano, le opzioni sono uno strumento estremamente flessibile e vengono utilizzate per i più disparati motivi, combinate fra loro e inserite in moltissime strategie diverse.
Non esiste una metodologia definitiva: ognuna infatti andrà incontro a determinate esigenze di mercato o aspettative future dell'operatore, ciascuna con i suoi gradi di rischio e possibilità di profitto.
Proprio per la loro capacità di copertura e allo stesso per le possibilità speculative che offrono, le opzioni non sono quasi mai esercitate a scadenza ma vengono trattate come strumento a sè stante e, in prossimità della scadenza, spesso vengono vendute.

4.2 Proprietà fondamentali delle opzioni su azioni

Poichè la covered call writing si compone di una opzione call corta e di una posizione lunga al sottostante, andremo ora ad analizzare quali sono i fattori principali che influenzano i prezzi delle opzioni su azioni.

Il prezzo di una opzione è la somma di due valori distinti: uno definito *valore intrinseco* e l'altro *valore temporale*.
I fattori che influenzano questi 2 valori sono 6:

- S = il prezzo corrente dell'azione
- X = lo strike price
- T = il tempo residuo fino all'expiration date
- σ = la volatilità del prezzo dell'azione
- r = il tasso d'interesse dei titoli privi di rischio
- D = il valore attuale dei dividendi attesi durante il periodo di vita dell'opzione

Il prezzo dell'azione

Il valore di una opzione, senza contare in questo momento il tempo residuo all'expiration date, dipende dalla differenza tra lo strike price e il prezzo corrente dell'azione a cui si riferisce.
Una call varrà di più se il prezzo dell'azione cresce e viceversa. Al contrario, la put acquisterà valore quando il prezzo dell'azione scende, e viceversa.
Il *valore intrinseco* incorporato dentro il prezzo di una opzione dipende da questa differenza.

Per una call, questo valore è dato da $S - X$, mentre per una put da $X - S$.
Questo implica chiaramente che le opzioni avranno un valore intrinseco solamente quando sono *in the money*, ovvero quando il loro esercizio immediato comporta un flusso positivo di cassa.
Un'opzione *in the money* nelle ore in prossimità della scadenza avrà solamente valore intrinseco, mentre il valore di una opzione *out of the money* con una vita residua molto lunga sarà unicamente un valore temporale.

La vita residua dell'opzione

Più la vita residua di una opzione è lunga, più chiaramente saranno maggiori le probabilità che lo strike venga raggiunto e, di conseguenza, maggiore sarà il valore. Pertanto, il valore temporale di una call e di una put americana, esercitabili in ogni momento fino alla scadenza, sarà sempre maggiore di quelle con vita residua inferiore.
Lo stesso discorso non sempre vale per le opzioni europee se nel periodo residuo avviene uno stacco di dividendi.[3].

[3]Si considerino 2 call euroee scritte sulla stessa azione, una con scadenza 1 mese e l'altra 2 mesi. Se tra 1 mese e mezzo vi è uno stacco di dividendi che può comportare una diminuzione nel prezzo dell'azione, l'opzione con scadenza più breve (1 mese) potrà valere di più di quella con scadenza più lunga (2 mesi)

La volatilità del prezzo dell'azione

Il valore delle opzioni, siano esse call o put, cresce all'aumentare della volatilità del sottostante. Questo perchè essa misura l'incertezza sui prezzi futuri ma, mentre quando un operatore possiede un titolo le probabilità che questo salga o scenda sono identiche e i due effetti si compensano, un possessore di opzioni presenta invece un downside risk limitato, che gli permette di beneficiare all'infinito se il sottostante si muove nella giusta direzione, ma di avere una perdita limitata al premio pagato nel caso contrario.

Il tasso d'interesse privo di rischio

La dinamica con cui il tasso d'interesse influenza il valore delle opzioni non è perfettamente definibile.
Da un lato, con l'aumento del tasso d'interesse privo di rischio aumentano anche i tassi di crescita attesa dei prezzi futuri delle azioni. Inoltre, per chi detiene opzioni, un aumento del tasso risk-free comporta un aumento del tasso a cui vengono scontati i flussi di cassa futuri, facendoli diminuire al valore attuale. L'effetto combinato di questi due fattori comporta che, ceteris paribus, con un aumento dei tassi d'interesse aumenti il valore delle call e diminuisca quello delle put.
Nella realtà spesso assistiamo ad un fenomeno per cui, con l'aumento dei tassi d'interesse, scendono i prezzi dei corsi azionari. Quindi, è anche possibile che, a causa di questo, il valore delle call scenda e quello delle put salga.

I dividendi

Nel giorno dello stacco dei dividendi i prezzi delle azioni diminuiscono per un importo pari al dividendo staccato. Pertanto, la relazione tra una call e l'importo dei dividendi attesi è negativa e, viceversa, quella fra una call e lo stesso importo è positiva.

Capitolo 5

La Covered Call Writing

5.1 Approccio generale

La Covered Call Writing è una precisa strategia, molto popolare sia tra operatori esperti sia tra risparmiatori senza una grande dimestichezza con i mercati, che consiste nell'acquisto di un sottostante e nella successiva vendita di opzioni call ad uno strike superiore al prezzo d'acquisto, solitamente con una scadenza ravvicinata ad 1 o 2 mesi.
In pratica, dopo aver aperto una posizione long sul sottostante, ci si impegnerà a rivendere le azioni ad un prezzo prestabilito ad una data futura, incassando subito un premio grazie all'opzione venduta.
Se a quella data il prezzo del sottostante sarà maggiore dello strike, l'opzione verrà esercitata e si incasserà il premio più la differenza di prezzo del sottostante, che sarà positiva.
Se, invece, il sottostante sarà diminuito nello stesso periodo, il premio incassato dalla vendita dell'opzione aiuterà a compensare la perdita in conto capitale, fornendo una sorta di protezione all'investimento.
Ovviamente nel periodo in cui si detengono le opzioni si potrà beneficiare anche dello stacco dei dividendi, che aiuterà ad aumentare i profitti.

Spesso l'operatore che attua questa strategia si aspetta che il sottostante salga di poco o rimanga laterale, così da generare un flusso di cassa positivo dalla vendita dell'opzione. Tuttavia, qualora lo strike venisse raggiunto ed il bene venduto, questo non comporterebbe comunque un danno per l'investitore: egli, infatti, è già in possesso del bene e si troverebbe con un guadagno generato dalla sua vendita e uno dalla vendita dell'opzione.

L'acquirente della call, infatti, avrà interesse ad esercitare l'opzione solamente se:

$$(S_t - X) > 0 \tag{5.1}$$

Ovviamente, se il prezzo del sottostante sale di molto la differenza acquista un valore molto alto, e l'acquirente otterrà un guadagno pari alla differenza meno il premio

pagato per l'acquisto dell'opzione.
Identificando:
c = premio per l'acquisto di una opzione

la funzione di guadagni e perdite per l'acquirente all'epoca di scadenza $_t$ è:

$$G_t = \begin{cases} -c & \text{se } S_t \leq X \\ S_t - X - c & \text{se } S_t > X \end{cases} \tag{5.2}$$

Mentre, indicando con S_0 il prezzo di acquisto del sottostante, per il venditore dell'opzione il payoff diventa:

$$G_t = \begin{cases} S_t - S_0 + c & \text{se } S_t \leq X \\ X - S_0 + c & \text{se } S_t > X \end{cases} \tag{5.3}$$

Con la possibilità di perdere tutto l'investimento, tranne il premio, nel caso in cui S_t andasse a zero, e con un guadagno massimo dato dallo strike, già conosciuto al momento iniziale.

Si prenda ad esempio un'azione generica che quota a 25$.
Poichè ogni contratto di opzione solitamente interessa 100 azioni del sottostante, l'investimento è di 2 500$.[1]
Con la vendita di una opzione call con strike 26$ e scadenza nel mese successivo si incasserà subito un premio di 0.50$ che, moltiplicato per le 100 azioni possedute, fa 50$, ovvero il 2% in un mese sull'investimento.
A scadenza, ci si potrà trovare in tre situazioni distinte:

- Il sottostante ha avuto un andamento laterale chiudendo il periodo esattamente a 25$. In questo caso si possiedono ancora le 100 azioni in portafoglio e si manterrà il premio incassato, con un guadagno del 2% sull'operazione.

$$G_t = (S_t - S_0 + c) = (25\$ - 25\$ + 0.5\$) = 0.5\$ \times 100 \tag{5.4}$$

- Il sottostante è sceso a 24$. Se non si fosse venduta l'opzione si sosterrebbe una perdita in conto capitale di 100$, ovvero un calo del 4%. Il premio incassato, invece, compensa la perdita dimezzandola a 50$, ovvero il 2%. Anche in questo caso le azioni sono ancora in portafoglio e si è liberi di vendere una nuova opzione nel mese successivo. In questo caso il ruolo dell'opzione sarà di ammortizzare le perdite di portafoglio.

$$G_t = (S_t - S_0 + c) = (24\$ - 25\$ + 0.5\$) = -0.5\$ \times 100 \tag{5.5}$$

- Il sottostante sale arrivando a 26$. Poichè lo strike è stato raggiunto, l'opzione verrà esercitata e le azioni in possesso saranno vendute al prezzo di 26$. Il

[1] Per semplicità non si stanno considerando le commissioni.

guadagno sarà di 100$ in conto capitale più i 50$ del premio incassato dall'opzione, per un totale di 150$, il 6% dell'investimento. E' importante notare che se il sottostante fosse salito molto sopra il nostro strike, si sarebbe comunque dovuto venderlo al prezzo pattutito.

$$G_t = (X - S_t + c) = (26\$ - 25\$ + 0.5\$) = 1.5\$ \times 100 \tag{5.6}$$

In quest'ultimo caso, anche se S_t avesse raggiunto valori più elevati, il guadagno massimo sarebbe sempre stato il medesimo perchè, raggiunto lo strike, quello è il prezzo a cui viene venduto il sottostante, indipendentemente dal fatto che questo sia salito ancora al momento dell'esercizio.

La strategia Covered Call Writing permette di ottenere un extra-guadagno generato dalla vendita delle opzioni call dal portafoglio con un rischio limitato in quanto, possedendo il sottostante, non ci si può trovare nella condizione di non poter far fronte agli impegni presi.
Inoltre, la strategia permette di conseguire un perdita minore nel caso in cui il sottostante diminuisca di valore, mentre presenta un limite al guadagno massimo, dato dallo strike più il premio incassato. Il payoff è il seguente (Fig. 5.1)

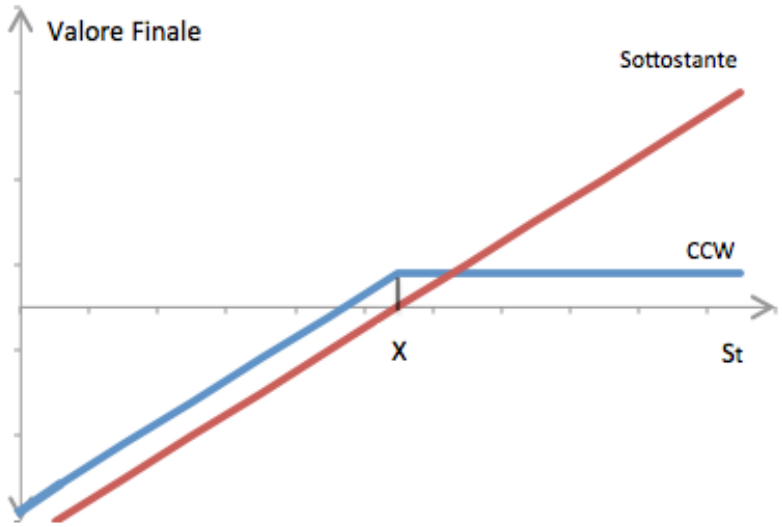


Figura 5.1: Payoff di una Covered Call Writing

Scopo principale della strategia è l'incasso del premio, l'ammontare del quale dipende dalla scelta di due fattori:

- Innanzitutto la scelta dello strike. Ad uno strike maggiore, infatti, corrisponderà un guadagno massimo maggiore, ma si incasserà un premio minore. A tal proposito occorre citare il noto modello Black-Scholes, secondo il quale il

fattore strike dato dalla derivata del premio dell'opzione sul prezzo d'esercizio è negativo:

$$\frac{\partial c}{\partial X} = -exp[-rT]N(d_2) < 0 \tag{5.7}$$

- in secondo luogo, la durata dell'opzione. Più la scadenza è lontana più aumenta il rischio per il venditore che questa venga esercitata, obbligandolo a soddisfare gli obblighi contrattuali. Ad una scadenza più lunga, quindi, corrisponderà un premio più alto.
  Sempre in riferimento al modello Black-Scholes, la derivata del premio dell'opzione rispetto alla durata residua prende il nome di fattore *Theta* e, al momento iniziale, vale:

$$\frac{\partial c}{\partial T} = \frac{S_0 N'(d_1)\sigma}{2\sqrt{T}} + rXexp[-rT]N(d_2) > 0 \tag{5.8}$$

Chiaramente, l'ammontare del premio incassato dipende anche dal numero di opzioni che vengono vendute. Parlando di azioni, anche se ogni contratto d'opzione corrisponde ad un obbligo verso 100 titoli, non è detto che il rapporto fra le opzioni vendute e il sottostante posseduto sia pari a 1.
Di seguito, un grafico che illustra la differenza di payoff fra strategie con rapporto call vendute\sottostante posseduto, denominato α, che va da 0.5 a 4. (fig. 5.2)

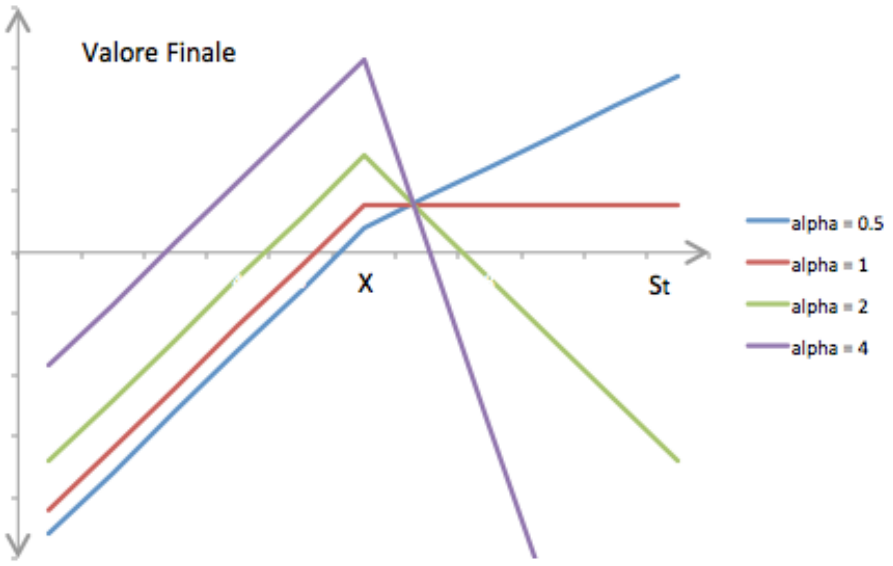


Figura 5.2: Differenza di payoff fra strategie con α pari a 0.5, 1, 2 e 4

Anche questa strategia, come spiegato al par. 4.2, sarà soggetta a tutte le variabili per le quali dipende il prezzo delle opzioni: essa, infatti, perderà di valore con

l'aumento della volatilità del sottostante, che produrrà un aumento del prezzo delle opzioni e quindi un costo maggiore per chi l'ha venduta nel caso volesse ricomprarla per chiudere l'operazione, e aumenterà di valore con il semplice scorrere del tempo che, diminuendo il tempo residuo, renderà via via meno probabile che lo strike venga raggiunto, diminuendo il prezzo delle opzioni.

5.2 Differenze fra la CCW e altre strategie simili

Iniziando a studiare la Covered Call Writing, si nota subito come il suo payoff sia del tutto simile a quello di una *naked* put, ovvero la vendita di una put scoperta. (confronta fig. 4.4)

In effetti, sebbene il payoff sia lo stesso, il grado di rischio è totalmente differente.
Partendo dal presupposto che in una strategia di vendita di opzioni il rischio è sempre definito dall'esercizio di queste, nel caso della Covered Call Writing questo può avvenire a seguito di un aumento del prezzo del sottostante. In questo caso la strategia si equilibria da sola poiché c'è una completa compensazione tra la posizione short in opzioni e la posizione long nel sottostante.
Nel caso della naked put, invece, questa copertura non sussiste: l'esercizio avviene a seguito di una diminuzione del valore del sottostante e il venditore dovrà affrontare un immediato esborso di denaro per far fronte all'acquisto del titolo allo strike pattutito.
Inoltre, poichè il venditore di una put scoperta chiaramente non è in possesso del sottostante, qualora questo cominciasse a scendere il broker aumenterà certamente il margine necessario per tenere aperta la posizione, rendendo l'operazione più onerosa.

Un'altra strategia molto usata dagli operatori *non direzionali* è il *bull call spread*. Questa si compone di una call venduta allo strike X_1 e l'acquisto di una seconda call con medesima scadenza allo strike X_2, con $X_1 < X_2$. (fig. 5.3)

La call comprata servirà come copertura per la call venduta e ora, oltre ai profitti limitati dati dalla call venduta come nel caso della covered call writing, si avranno anche le perdite limitate grazie alla call acquistata.
Anche in questo caso la strategia funziona nel momento in cui nessuna delle call viene esercitata.
Il profitto sarà dato dalla differenza tra gli strike meno il costo sostenuto per l'operazione, dato dalla differenza tra il premio pagato per la call lunga ed il premio incassato per la call corta: $(X_1 - X_2) - (c_1 - c_2)$

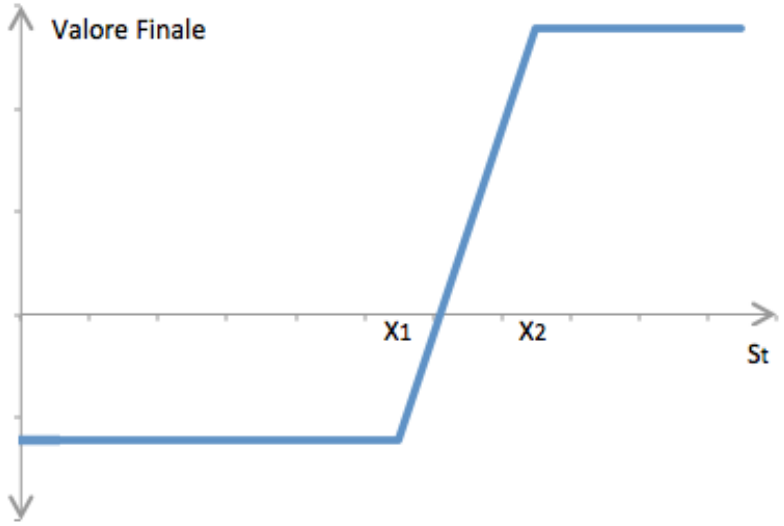


Figura 5.3: Payoff di un bull call spread

5.3 La scelta dei sottostanti

Affinchè la Covered Call Writing abbia successo è fondamentale scegliere in modo adeguato i sottostanti da utilizzare.
Occorre sempre tenere a mente che, poichè di fatto non si conosce per quanto tempo la società rimarrà in portafoglio, è importante scegliere soltanto società che si vorrebbero acquistare per il lungo periodo.

La scelta presuppone un'analisi su tre livelli: si analizzeranno le azioni dal punto di vista dell'analisi fondamentale, focalizzandosi sul prezzo al quale vengono scambiate per capire se possa essere in quel momento sopra o sotto valutata; si procederà con un'analisi tecnica per capire se il timing è adeguato e si valuteranno infine considerazioni di buon senso per evitare situazioni in cui la strategia possa risultare eccessivamente rischiosa.

Ovviamente, una volta individuato un trend rialzista e una società sottovalutata, starà all'operatore decidere la strategia da utilizzare. Se, per esempio, i premi delle opzioni sono troppo bassi, nulla vieta di acquistare il sottostante puntando soltanto a rivenderlo in profitto.

5.3.1 Gli indicatori di analisi fondamentale

Lo scopo dell'analisi fondamentale è chiarire se in un dato momento una società sia in salute e, dal punto di vista del prezzo, capire se è sopra o sotto valutata.
Per stabilire questo esistono moltissimi indicatori di bilancio, analisi di professionisti, studi di mercato e quant'altro.
Per questo studio, verranno utilizzati 2 indicatori differenti:

- La retta di regressione della curva prezzo-dividendi
- Le opinioni degli analisti

Le retta di regressione della curva prezzo-dividendi

Nel costruire un sistema che fosse al tempo stesso semplice da utilizzare ma efficace, ci si è concentrati sul capire quale sia la caratteristica principale di una società di successo.

Partendo dal presupposto che il prezzo incorpori tutte le informazioni disponibili, la risposta a questa domanda è data sostanzialmente dalla crescita del prezzo dell'azione su un orizzonte temporale almeno decennale, abbastanza lungo quindi da superare diverse difficoltà in ambito economico ma anche politico e sociale, unita ai dividendi che sono stati distribuiti nello stesso periodo.
Nell'ottica di un investitore, l'unico fatto veramente importante per quanto riguarda un'azione è capire quanti soldi siano stati restituiti nel tempo agli azionisti. Analizzando quindi la crescita del prezzo unita alla distribuzione dei dividendi avvenuta, si può risalire a questo dato e, attraverso la regressione lineare, avere delle indicazioni utili sul timing d'acquisto.

Confrontando la crescita di varie società su un orizzonte temporale sufficientemente lungo, si può concludere quali siano le società che vale la pena possedere dal punto di vista di un investitore in base a quanto è stato generato e redistribuito agli azionisti. L'analisi della regressione lineare di questi prezzi, invece, offrirà delle indicazioni utili sul timing d'ingresso e d'uscita. (fig. 5.4)

Quindi, una volta scaricato lo storico degli ultimi 10 anni di una società[2] e sommati i dividendi distribuiti nello stesso periodo, si calcolerà la retta di regressione.
Con l'ottica di voler mantenere in portafoglio l'azione per il lungo periodo, si andranno ad acquistare solamente quelle società che nel tempo hanno generato valore e che in questo momento risultano sottovalutate, ovvero quelle la cui curva prezzo-dividendi risulti sotto la propria linea di regressione.

Questo indicatore può risultare utile anche per capire quale possa essere il momento migliore per vendere un'azione. Se, infatti, questa è cresciuta di prezzo ed ha distribuito molti dividendi negli ultimi 10 anni al punto da risultare decisamente al di sopra della propria retta di regressione, potrebbe essere il momento giusto per chiudere un profitto.

[2]Chiaramente società con storici minori andranno scartate

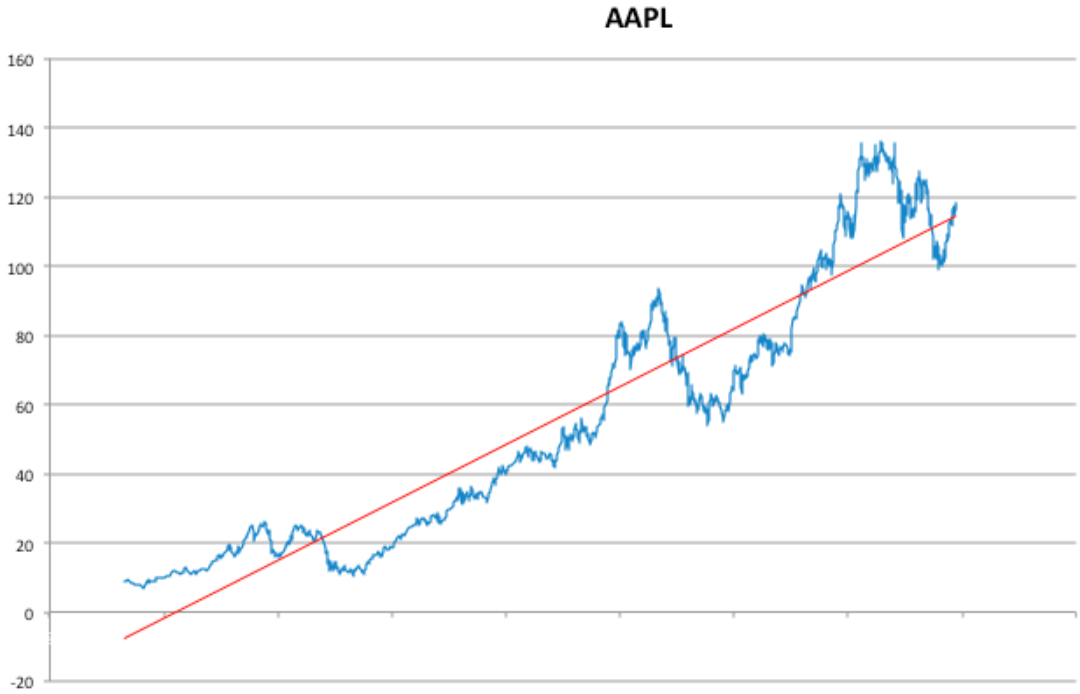


Figura 5.4: Esempio di calcolo della retta di regressione della curva prezzo-dividendi

Le opinioni degli analisti finanziari

L'analista finanziario è un professionista che, studiando i bilanci, i settori ed i mercati delle aziende, oltre ad ogni altra informazione utile, rilascia periodicamente indicazioni sulla salute della società, fornendo anche un'indicazione sulla valutazione dell'azienda e indicando un prezzo target (*target price*) solitamente con un orizzonte temporale di un anno.
I giudizi degli analisti vengono riportati da molti siti d'informazione specializzati e, per la strategia in esame, se ne terrà conto acquistando soltanto quelle società il cui giudizio sia almeno "*hold*", ovvero quelle aziende che la maggior parte degli analisti ritiene valga la pena mantenere in portafoglio.

5.3.2 Gli indicatori di analisi tecnica

Dal punto di vista tecnico l'obiettivo degli indicatori utilizzati è fornire indicazioni sul trend in atto, che può esssere rialzista, ribassista o in una situazione laterale.
Una successione di prezzi si definisce rialzista quando presenta massimi e minimi crescenti, ribassista con massimi e minimi decrescenti e laterale in una situazione intermedia.
Chiaramente, poichè la Covered Call Writing prevede il possesso del sottostante, si escluderanno le situazioni fortemente ribassiste.

A tal proposito, si utilizzeranno tre specifici strumenti su candele giornaliere:

- Due medie mobili esponenziali (EMA - Exponential Moving Average)
- L'indicatore Moving Average Covergence Divergence (MACD)
- L'analisi dei Volumi

Le medie mobili esponenziali

Le medie mobili sono l'indicatore principale che si utilizzerà nell'analisi grafica, mentre gli altri due verrano utilizzati come conferma dei segnali positivi di quest'ultimo.

La media mobile è il valore medio dei prezzi su uno specifico periodo temporale. La scelta di utilizzare la versione "esponenziale" è data dal fatto che questa, essendo una media pesata, tiene maggiormente in considerazione i valori più recenti rispetto a quelli più lontani nel tempo, mentre una comune media "semplice" li considera tutti della stessa importanza.
Poiché l'orizzonte temporale è mensile, e quindi abbastanza breve, i valori pesati permettono di avere un indicatore che reagisce più velocemente ai cambiamenti repentini di prezzo.

In generale, per molti analisti tecnici, quando un prezzo supera la sua media mobile è considerato un segnale d'acquisto.

L'indicatore che si utilizzerà è formato da due medie mobili esponenziali: la prima di 20 periodi, o 20 giorni nel time frame preso in considerazione, che indica la media esponenziale dei prezzi nell'ultimo mese; la seconda, invece, di 100 periodi, ovvero 5 mesi, che restituisce una prospettiva di più lungo periodo.

L'indicazione positiva scatterà nel momento in cui l'EMA a 20 periodi si trova sopra l'EMA a 100 periodi ed il prezzo si trova sopra l'EMA a 20 periodi. Questo spesso indica un momento di forza nel prezzo e porta a pensare ad una continuazione dell'apprezzamento del sottostante nel breve periodo, che chiaramente andrà confermata da altri indicatori.
(fig. 5.5)

La media mobile, per costruzione, è un *lagging indicator*, ovvero indica un trend già in essere ma non lo predice in alcun modo. Lo scopo di questo indicatore è, dunque, segnalare un trend in atto.

Quando il prezzo si trova sopra l'EMA a 20 periodi, questa agisce da supporto, indicandoci un livello di prezzo che, se rotto al ribasso, può portare ad un trend negativo.

Figura 5.5: Nei due riquadri sono evidenziati i periodi in cui il prezzo di MSFT si è trovato sopra la media mobile a 20 periodi, mentre quest'ultima era sopra la media mobile a 100 periodi

Moving Average Covergenge Divergence

Il MACD è un indicatore formato dalla differenza fra due medie mobili costruite con periodi diversi. Questa differenza crea una linea che oscilla sopra e sotto lo zero senza alcun limite superiore o inferiore, a cui viene aggiunta la media mobile della sottrazione stessa, che indica, invece, i segnali di acquisto o vendita.
La differenza fra la linea del MACD e la sua media mobile, inoltre, crea un istogramma che permette a colpo d'occhio di analizzare il rapporto fra le due. L'ampiezza dell'instogramma indica il momentum, ovvero la potenza del trend.

Questo indicatore può creare 3 diversi segnali d'acquisto:

- Divergenza Positiva

  Si crea quando le trendline nel MACD sono inclinate positivamente, mentre la linea dei prezzi continua ad essere inclinata negativamente o a muoversi lateralmente.
  Un istogramma positivo, in questo caso, è una ulteriore conferma del segnale. (fig. 5.6)

Figura 5.6: Nell'immagine si nota la divergenza evidenziata fra la fase laterale del prezzo e l'inclinazione positiva del MACD

- Incrocio al rialzo delle medie mobili

  Si crea quando la linea del MACD incrocia al rialzo la sua media mobile. Questo è facilmente individuabile osservando quando l'istogramma diventa positivo. (fig. 5.7)

- Incrocio al rialzo della linea centrale

  Accade quando la linea del MACD supera la linea centrale ed entra in territorio positivo. Questo segnale è una conferma degli altri due. (fig. 5.7)

  Molto spesso, prima che si verifichi uno di questi incroci, si può notare un movimento positivo dell'istogramma. Questo, infatti, risulta essere un ottimo anticipatore dei segnali sopra esposti e andrà tenuto in considerazione.

Figura 5.7: Nel cerchio si nota l'incrocio al rialzo del MACD con la media mobile e il successivo incrocio al rialzo rispetto alla linea centrale

Le due medie mobili utilizzate per costruire il MACD sono rispettivamente di 12 e 26 periodi, mentre la media mobile del MACD è costruita su 9 periodi.

L'analisi dei Volumi

Con "Volume" si intende la quantità di azioni scambiate in un orizzonte temporale solitamente di un giorno.
Graficamente, i volumi sono indicati con un istogramma e vengono utilizzati per confermare i segnali d'acquisto o di vendita prodotti da altri indicatori. Ogni movimento significativo di prezzo, infatti, sarà accompagnato da un volume crescente che ne attesti la forza.
Quando le medie mobili o il MACD indicheranno dei segnali d'acquito o di vendita si andranno a verificare i volumi in atto per capire se i movimenti si possono considerare significativi o meno. Un'indicazione ottenuta da un incrocio di medie mobili, per esempio, ci darà molta più sicurezza se nello stesso momento si notano dei volumi crescenti. (fig. 5.8)

Figura 5.8: Nel grafico si nota come il periodo evidenziato cominci con una candela rossa creatasi su volumi importanti, a cui è seguito un incrocio al rialzo del MACD con la media mobile e un successivo incrocio al rialzo della linea centrale. Alla fine del periodo, invece, si nota una candela nera anch'essa creatasi su volumi importanti, a cui è seguito un incrocio al ribasso del MACD con la media mobile, ad indicare una probabile fine della forza rialzista

5.3.3 Considerazioni di buon senso

Ogni volta che si opera in borsa, qualsiasi sia il sottostante utilizzato o la tecnica impiegata, è opportuno tenere in considerazione alcune indicazioni date semplicemente dal buon senso che, se ignorate, possono rendere eccessivamente rischiosa la strategia.
A questo proposito, i punti da tenere in considerazione sono i seguenti:

- Earnings Reports
  Poichè le comunicazioni relative ai bilanci possono portare a movimenti di prezzo molto ampi, si eviterà di utilizzare la covered call writing nei mesi in cui, per quel determinato sottostante, è previsto un *earnings report* e si procederà a trovare un'altra società da poter utilizzare.
  Le società americane solitamente comunicano i dati di bilancio 4 volte l'anno, mentre per le società europee non vi è una abitudine consolidata e dipende da Paese a Paese.

- Minimo volume di trading
  Poichè con società eccessivamente piccole si potrebbero avere problemi sia per quanto riguarda l'affidabilità del prezzo sia per la difficoltà a trovare una controparte nella compravendita di opzioni, oltre ovviamente ad un *bid-ask spread* più ampio, si utilizzerrano solamente quelle società che prevedono scambi giornalieri di almeno 250 000 azioni e con un *open interest*, ovvero il numero generale di contratti di opzione aperti su quel determinato sottostante, di almeno 100.

- Diversificazione
  Per evitare un eccessivo accentramento del rischio su singole azioni, si cercherà di differenziare il portafoglio in almeno 5 società di diversi settori economici.

- Considerazioni generali di mercato
  Prima di acquistare qualsiasi azione è fondamentale analizzare la situazione generale di mercato. Questo è un argomento molto ampio e di difficile valutazione. Per il mercato americano può risultare utile, ad esempio, analizzare le medie mobili a 50 e 200 periodi dello S&P500, tenendo sempre in considerazione l'andamento del VIX. Chiaramente esempi differenti andrebbero fatti in ogni mercato nel quale si sta lavorando.
  In ogni caso, risulta molto utile tenere in considerazione gli indicatori economici rilasciati settimanalmente, così come il quadro fondamentale di periodo.
  In contesti caratterizzati da una profonda incertezza economica o politica, si potrà prendere in considerazione la scelta di stare fuori dal mercato.

  Queste analisi rientrano anche nella scelta dello strike: in un mercato rialzista si sarà più propensi a scegliere strike *in the money* o comunque molto vicini al prezzo del sottostante; in un mercato ribassista, invece, ci si terrà più lontani per evitare di essere assegnati.

5.4 La leva finanziaria

Il meccanismo della leva viene utilizzato molto spesso nella vita quotidiana, basti pensare ai mutui utilizzati per acquistare un immobile.
La rischiosità di questa pratica è direttamente proporzionale alla quantità di leva utilizzata ma, come vedremo, utilizzarne un adeguato livello può portare profitti aggiuntivi senza compromettere eccessivamente il rischio assunto.

Quando si acquista un sottostante, proprio come nel caso di un immobile, non è detto sia necessario avere a disposizione l'intero importo della compravendita.
Infatti, se il broker dà questa possibilità, può essere richiesto solamente un margine a garanzia dell'operazione che dipende dal tipo di sottostante e dal mercato di riferimento.

Per esempio, se in un conto da 50 000$ si acquistano azioni per un controvalore di 250 000$ si sta utilizzando 5 volte il capitale disponibile. Un crollo del mercato del 20% si ripercuote nel 100% (20×5) di perdita nel capitale iniziale, o viceversa in un raddoppo del capitale per quanto riguarda i profitti.

Alla luce di questo, quale può essere un livello di leva ottimale?
Molto dipende dalla strategia seguita, ed in questo studio si è proceduto a studiare gli andamenti negativi della borsa americana[3] negli ultimi 141 anni, raggruppandoli in gruppi da 10 anni ciascuno.
Nell'intervallo considerato, i risultati sono stati i seguenti:

- Una correzione del 5% accade almeno 30 volte
- una discesa del 10% avviene circa 10 volte
- un crollo del 20% avviene circa 2 volte

Questo, però, non significa che negli stessi anni i mercati abbiano chiuso in territorio negativo. Nello stesso periodo, infatti, gli anni negativi sono stati solamente il 27%.
E' importante capire cosa aspettarsi dal mercato perchè quando si utilizza una leva finanziaria bisogna tenere conto della cosiddetta *margin call*, ovvero di quella "chiamata" da parte del broker a coprire il margine quando questo, a seguito delle perdite ottenute, anche se non ancora monetizzate, risulta troppo ristretto.

Questo significa che se una caduta del mercato viene eccessivamente amplificata nel portafoglio a causa dell'effetto leva, il broker richiederà del capitale aggiuntivo o venderà istantaneamente i sottostanti monetizzando le perdite in conto capitale. Ciò può portare ad ingenti perdite in conto capitale, in un certo senso imposte dal nostro broker, anche a seguito di una minima correzione del mercato.

Alla luce di questo la leva utilizzata in questo studio non supera lo 0.80%. In questo modo, anche se si incorre in una correzione del 20%, il portafoglio scenderà all'incirca del 36%, senza incorrere in alcuna *margin call*.

5.5 Il benchmark

Nelle analisi dell'andamento di portafoglio si è soliti confrontarsi con l'andamento di un indice rappresentativo del mercato su cui si sta investendo.

Poichè in questo studio viene presa in considerazione una strategia specifica su più mercati differenti, sia americani che europei, si è scelto di utilizzare due benchmark distinti, affinchè il confronto congiunto di entrambi con il portfoglio permetta

[3] la scelta della borsa americana è legata al fatto che questa risulta essere la più capitalizzata e rappresentativa. Chiaramente su mercati diversi le considerazioni potrebbero cambiare

di ottenere una visione quanto più rappresentativa dell'andamento dello stesso.

Il primo è il CBOE SP500 Buy-Write Index (BXM), un indice costruito appositamente per tracciare la performance di un'ipotetica Covered Call Writing costruita sullo Standard & Poor's 500.

Il secondo è l' EURO STOXX 50 Buy-Write Index (SX5EBW2), ovvero un indice che traccia la performance della medesima strategia sull'indice Euro Stoxx 50.

In pratica, per entrambi i benchmark, si sta supponendo che un operatore compri l'indice sottostante e simultaneamente venda una opzione call sullo stesso con scadenza mensile.

Analizzando l'andamento dei due benchmark, si nota come quello europeo sia sempre stato più performante rispetto all'indice preso singolarmente (fig. 5.9).

Figura 5.9: Andamento del benchmark "Euro Stoxx 50 Buy Write Index" rispetto all'indice preso singolarmente

Mentre non si nota lo stesso risultato per la controparte americana negli ultimi 5 anni (fig. 5.10).

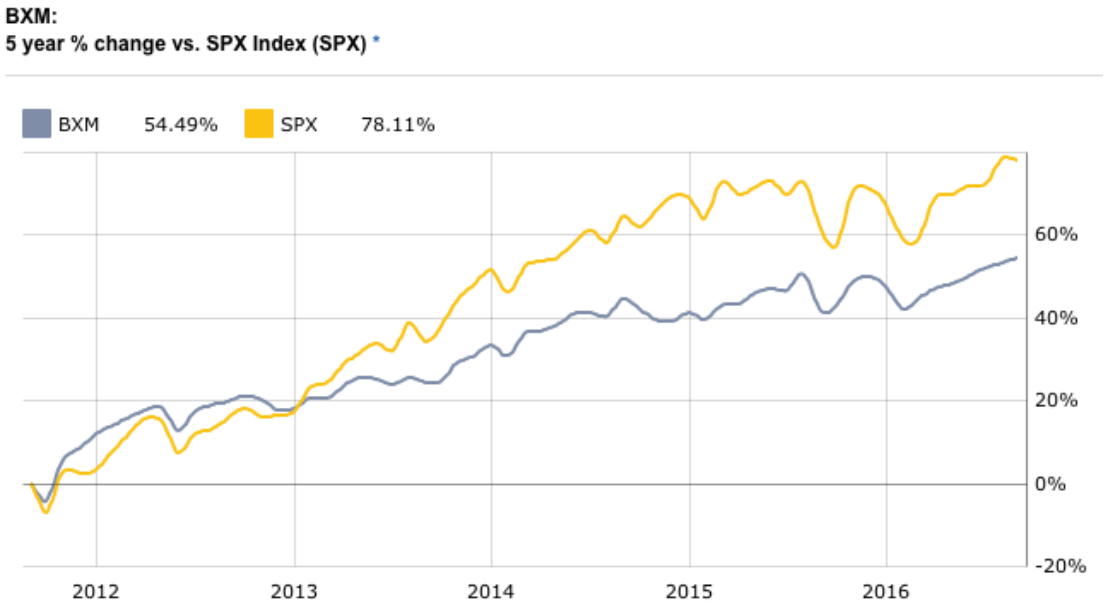


Figura 5.10: Andamento del benchmark "CBOE SP500 Buy-Write Index" rispetto all'indice preso singolarmente

5.6 Exit Strategies

La gestione della Covered Call Writing prevede l'utilizzo di alcune regole che permettono di controllare attivamente l'operazione.

In particolare, lo scopo di queste regole è di:

- Tagliare le perdite quando il sottostante sta perdendo valore.
- Generare profitti aggiuntivi ricomprando le opzioni a determinate condizioni e vendendone di nuove nello stesso mese.
- Chiudere l'operazione quando nuove informazioni diventano disponibili.
  Per esempio notizie di possibili reati compiuti dalla società o semplicemente l'annuncio di una conferenza stampa fissata nei giorni seguenti.
- Evitare di venire assegnati ricomprando l'opzione quando il prezzo del sottostante ha superato lo strike, rivendendo le opzioni nel mese seguente.

Ogni Exit Strategy comincia sempre con il riacquisto dell'opzione. Questa, infatti, a causa dell'effetto leva, si muove molto più velocemente del sottostante e, se non la vendessimo per prima, potremmo trovarci ad affrontare movimenti molto ampi nel prezzo dell'opzione senza avere più la copertura.

La strategia può essere attuata con diversi orizzonti temporali e, per questo studio, si è scelto di operare su orizzonti mensili, lavorando con opzioni con scadenza il terzo venerdì del mese seguente.
A questo punto, si è diviso il tempo in cui le opzioni rimangono in portafoglio in due periodi, ognuno dei quali andrà gestito con regole diverse: il periodo che va dal momento iniziale fino al giorno di scadenza, che sarà di 4 o 5 settimane a seconda del mese preso in considerazione; e l'*expiration Friday*, ovvero l'ultimo giorno disponibile per operare prima che le opzioni scadano o vengano esercitate.

5.6.1 Periodo precedente l'*expiration Friday*

Come già specificato nel par. 4.2, il prezzo delle opzioni si compone di due valori: il valore instrinseco ed il valore temporale.
Scopo delle regole di questa sezione è sfruttare il decadimento del valore temporale che, per sua natura, risulta più lento nelle prime 2 settimane per poi accelerare in quelle seguenti.

Per questo, si dividerà il periodo precedente l'*expiration Friday* in tre ulteriori sottoperiodi: il primo composto dalle prime 2 settimane (o 3 se siamo in un orizzonte temporale di 5 settimane), il secondo composto dalla penultima settimana ed il terzo dall'ultima settimana, escluso il Venerdì in cui scade l'opzione.
Durante questi periodi, si terrà particolare attenzione al verificarsi di alcuni eventi:

- Durante le prime 2 settimane, si riacquisterà l'opzione venduta quando il prezzo di questa (l'ask) scende al 20% del premio ricevuto.

Questo permette di mantenere l'80% del premio e, contestualmente, di liberare capitale per vendere una nuova opzione con la stessa scadenza.

Se si sono acquistate 100 azioni al prezzo di 50$ l'una e venduta una opzione per 1.5$ il profitto è del 3% in un mese, escluse le commissioni. Se durante la prima settimana il prezzo dell'opzione scendesse a 0.30$, ricomprandola si chiuderà l'operazione con un profitto di 1.2$, o il 2.4% in un mese, ma con ancora 3 settimane di tempo per una nuova operazione.

- Durante la terza settimana, si riacquisterà l'opzione venduta quando il prezzo (l'ask) scende al 10% del premio ricevuto.

Poichè l'erosione temporale del valore è molto più veloce nelle ultime due settimane, non ci si accontenterà dell'80% del premio precedentemente incassato ma si punterà al 90%.

- Durante l'ultima settimana si riacquisterà l'opzione venduta a qualsiasi prezzo se vi è la necessità di vendere immediatamente il sottostante.

Ovviamente, queste regole verranno seguite in situazioni standard. Qualora cambiassero i presupposti per cui si è scelto di aprire una posizione con quella particolare azione, questa andrà venduta immediatamente a qualunque prezzo, senza aspettare il decadimento del prezzo dell'opzione.

Le percentuali qui esposte si riferiscono al valore temporale dell'opzione. Qualora si vendessero opzioni *in the money*, occorrerà individuare il valore intrinseco, sottrarlo dal prezzo dell'opzione per ottenere il solo valore temporale, e infine calcolare le percentuali.[4]

Il crollo del prezzo dell'opzione nel periodo di riferimento al 10-20% del premio ricevuto per averla venduta chiaramente si verifica soltanto nel caso in cui il sottostante sia diminuito a sua volta. Quando questo si verifica, dopo aver riacquistato l'opzione ai valori esposti, possiamo mettere in atto ulteriori operazioni, in base alle nostre aspettative:

- Rolling Down - quando non ci si aspetta che, nello stesso mese preso in considerazione, il sottostante ritorni al prezzo iniziale

- Aspettare che l'azione riprenda valore e rivendere una seconda opzione identica alla prima - quando ci si aspetta che dopo il calo il prezzo dell'azione ritorni al valore iniziale

[4]Ipotizziamo una call venduta con strike price 100$ su un sottostante che quota in quel momento a 101$. Il valore intrinseco dell'opzione sarà 1$ (101$−100$), a cui si aggiungerà il valore temporale, che dipenderà dal tempo residuo alla scadenza, per ottenere il prezzo finale.

Rolling down

Consiste nel ricomprare un'opzione precedente venduta, chiudendo così la posizione, e immediatamente venderne un'altra sullo stesso sottostante, con la stessa scadenza ma con uno strike price inferiore.

Si ipotizzi di acquistare 100 azioni di una società a 50$ l'una e immediatamente vendere 1 opzione con strike 52$ con scadenza nel mese successivo, per un premio di 2$ a contratto, corrispondente ad un profitto di 200$. La settimana successiva, l'azione scende a 47$ dollari e l'opzione, di conseguenza, a 0.40$. A questo punto, si procederà nel riacquisto dell'opzione con un profitto per questa operazione di 1.60$ a contratto, o 160$, e si venderà una nuova call sul medesimo sottostante e scadenza con strike a 47$ per 2$ a contratto.
Nel caso in cui l'azione non risalga e rimanga sotto lo strike di 47$, il profitto sarà di 360$ (160$ con la prima operazione, 200$ con la seconda) e si manterrà in portafoglio il sottostante; nel caso in cui, invece, l'azione risalga e l'opzione venga assegnata, oltre al profitto generato dalla vendita di opzioni si avrà una perdita per la vendita del sottostante di 300$ $[(50 - 47) \times 100]$.
Nonostante l'azione in portafoglio sia stata acquistata a 50$ per azione e venduta a 47$, si è comunque generato un profitto di 60$ grazie all' opzione venduta.

Rivendere una seconda opzione identica alla prima

Una seconda possibilità, una volta ricomprata l'opzione al 20-10% del premio incassato per la vendita, è di aspettare che l'azione ritorni ai valori precedenti per rivendere una seconda opzione con le medesime caratteristiche.
Questa operazione è indicata se ci si aspetta che il sottostante abbia subìto una flessione momentanea e ritornerà presto ai valori iniziali, facendo crescere di conseguenza anche il prezzo dell'opzione.

Chiaramente, qualora non si ritenesse opportuno rivendere subito un'altra opzione una volta riacquistata la prima, si può sempre decidere di non fare nulla e aspettare il mese seguente. Questo si può verificare, per esempio, quando il riacquisto dell'opzione è avvenuto al termine della terza settimana, o quando non si ritiene sufficiente il premio delle opzioni per avviare l'operazione.

5.6.2 Exit Strategies durante l'*expiration Friday*

Durante l'ultimo Venerdì del mese le opzioni entreranno in scadenza. In questo giorno le opzioni *in the money* verranno esercitate mentre quelle *out of the money* scadranno senza valore.[5]

[5]Le opzioni americane, chiaramente, potrebbero essere esercitate anche prima dell'*expiration day*. Tuttavia, se non vi sono dividendi previsti nel periodo considerato, per una call americana questo non è mai conveniente per 2 ragioni: in primo luogo, la call protegge l'acquirente dalla caduta del prezzo del sottostante che si potrebbe verificare nel tempo residuo dell'opzione fungendo da

Anche in questo caso, se non vi è il rilascio dei dati trimestrali o annuali di bilancio nel mese seguente e se gli indicatori tecnici sono positivi, possiamo attuare diverse operazioni:

- Non fare nulla e lasciare che l'opzione *in the money* venga esercitata
- Rolling out

Non fare nulla

Qualora l'opzione fosse *in the money* e si fosse soddisfatti del ritorno ottenuto attraverso la vendita della call e la vendita del sottostante allo strike scelto, si potrebbe lasciare che l'opzione venga esercitata e, di conseguenza, che le azioni vengano vendute.
A questo punto, si procederà con una nuova analisi e si ricomincerà con un nuovo sottostante nel mese seguente.

Rolling out

Con questa operazione si chiuderà la posizione riacquistando l'opzione e se ne venderà subito un'altra con scadenza nel mese seguente.
Chiaramente, l'opzione ricomprata avrà un valore temporale pressochè nullo e il suo prezzo sarà formato dal solo valore intrinseco.

A seconda dello strike scelto, l'operazione si denomina rolling out *and up* o rolling out *and down*.
Nel primo caso lo strike del mese seguente all'*expiration Friday* è superiore a quello che si era deciso nel mese in corso. Questo avviene quando ci si aspetta una salita nel prezzo dell'azione nel periodo considerato.
Nel secondo caso, invece, lo strike scelto è inferiore a quello precedente. Questo accade quando l'azione è diminuita di valore e, non aspettandoci una veloce ripresa, si è scelto di adeguare lo strike price.

5.6.3 Cosa fare quando il sottostante diminuisce di molto

Anche se il processo di selezione delle azioni risulta abbastanza rigido, può certamente capitare che il prezzo di un'azione posseduta scenda di molto sotto il prezzo di carico. A questo punto, si può procedere in 2 modi:

assicurazione; inoltre, poiché il suo esercizio comporta anche il pagamento dello strike, nell'ottica di chi detiene l'opzione, per motivi legati al valore temporale del denaro è sempre più conveniente pagare il più tardi possibile.

- Si mantiene in portafoglio il sottostante continuando ad incassare premi con la vendita di call coperte. Chiaramente occorrerà adeguare la scelta dello strike e prestare molta attenzione a non essere esercitati per evitare una perdita in conto capitale.

- Vendere l'azione. Nel fare questo, si può tener conto dei premi incassati per valutare la reale perdita in conto capitale. Questi, infatti, accumulandosi di mese in mese, in un certo senso vanno a "ripagare" l'acquisto del sottostante, abbassandone il prezzo di carico.

5.7 Esempio di portafoglio

In questa sezione verrà presentato un esempio di portafoglio gestito attraverso la strategia fin qui esposta in un arco temporale di 5 mesi.

Il portafoglio preso in considerazione è di €50 000, investiti sia nei mercati americani che in quelli europei. Alla fine di ogni periodo è riportato il valore netto di portafoglio in euro considerando il cambio medio nel giorno di scadenza delle opzioni.
Come si diceva, la leva utilizzata, pur non presente in tutti i mesi, rimane dentro il valore massimo di 0.8%.
Tutte le operazioni sono al netto delle commissioni ma al lordo della tassazione che, in Italia, è del 26%.

Con scadenza Marzo 2016 sono state acquistate 5 azioni per un controvalore di €53 426.
I sottostanti acquistati sono stati AI, ALV, BMW, WYNN e MC.
I mercati si sono mossi con un buon rialzo ed a scadenza 4 opzioni sono state esercitate con un guadagno mensile di €2 414, il 4,83% sul capitale iniziale di €50 000.
La leva utilizzata è stata dello 0.07%.
A scadenza, contando la leggera perdita in conto capitale, il valore del portafoglio era di €52 240. (Fig. 5.11 a pagina 67)

Il periodo successivo, con scadenza 15 Aprile 2016, si sono mantenute in portafoglio 8 azioni per un controvalore di €72 180.
Oltre ad MC, già posseduta, si è acquistato BAYN, KO, SIE, POR3, AAPL, DCX e CAT.
Le opzioni di CAT e BAYN sono state esercitate a scadenza, mentre si è effettuato un Rolling Down su DCX e un Rolling Out su MC, SIE e POR3.
Su DCX e MC, inoltre, si è incassato un dividendo, mentre KO è stata venduta poco dopo in profitto.
Il profitto mensile derivante dalle opzioni è stato di €1 822, o il 3.49% sul capitale netto di €52 240. La leva utilizzata è stata dello 0.38%.
Nonostante il capital gain ottenuto su KO, il 15 Aprile 2016 si contavano circa €311 di perdita in conto capitale, il valore di portafoglio era pertanto di €53 751.

(Fig. 5.12 a pagina 68)

Per la scadenza del 20 Maggio 2016, sono state utilizzate 9 azioni per un controvalore di €80 910, ovvero una leva dello 0.51%.
I nuovi acquisti sono stati LUX, WMT, CVX e HEN3.
Nel mese sono state esercitate le opzioni di SIE, POR3 e CVX e si sono incassati i dividendi di AAPL, WMT, LUX e POR3.
Si è effettuato un Rolling su DCX ricomprando l'opzione in leggera perdita e rivendendone una nuova in guadagno, mentre alla scadenza dell'opzione MC è stata venduta per €142,65 ad azione.
Su AAPL, non si è ritenuto opportuno vendere alcuna opzione perchè, essendo già diminuita molto di valore, si correva il rischio di vedersi esercitata l'opzione su uno strike troppo basso. Si è scelto quindi di attendere aspettando un rialzo.
Il profitto mensile è stato di €1 600, ovvero il 2.98% sul capitale netto di €53 751.
Il portafoglio, tuttavia, ha subìto una forte diminuzione di valore in conto capitale e la perdita virtuale era di €3 055 euro.
In totale, quindi, la scadenza di Maggio si è chiusa con una diminuzione di €1 455, il 2.71%.
A scadenza, comunque, il valore netto del portafoglio era di €52 296, ovvero il 4.59% maggiore rispetto al valore di partenza. (Fig. 5.13 a pagina 69)

Nel mese di Giugno, a causa della diminuzione di valore del portafoglio del mese precedente, si è scelto di rimanere più conservativi e la leva utilizzata è scesa praticamente a 0.
A fine Maggio, gli indicatori di analisi fondamentale e tecnica sin qui utilizzati segnalavano un forte segnale d'acquisto su CLF. Anche se i premi delle opzioni per il momento non erano soddisfacenti, vista l'entità del segnale e alcune considerazioni di carattere fondamentale sul mercato di riferimento, in particolare provenienti dalla Cina e legate al mercato delle materie prime, si è scelto comunque di aprire la posizione attendendo che i premi aumentassero. In realtà, verso metà Giugno, il sottostante era salito così tanto che si è deciso di chiudere l'operazione in profitto.
Inoltre, fra le operazioni rilevanti, si è eseguito un Rolling Down su DCX, oltre alla vendita dei sottostanti scesi eccessivamente di valore rispetto al prezzo d'acquisto: DCX è stata venduta per €59,43 ad azione ed AAPL per 99,19$. I premi per le opzioni vendute sono stati abbastanza esigui, ed il guadagno mensile derivanti da questi è stato di €243, ovvero lo 0.46% sul capitale netto iniziale di €52 296.
A scadenza, per merito principalmente del capital gain su CLF, il valore di liquidazione netto era di €53 137. (Fig. 5.14 a pagina 70)

Durante la scadenza di Luglio, a causa del voto sull'uscita della Gran Bretagna dall'UE il 27 di Giugno, si è scelto di rimanere in attesa. Lo SPX INDEX, utilizzato un po' come termometro dei mercati, nella scadenza precedente aveva subìto una perdita, poi recuperata, di quasi il 2% e certamente si stava entrando in un periodo caratterizzato da una profonda incertezza, che faceva venir meno i presupposti legati

al buon senso in cui si è soliti operare (vedi par. 5.3.3).
Il mercato, in effetti, nei giorni relativi alla Brexit ha subìto una forte flessione e, a quel punto, si è proceduto, seguendo le solite indicazioni tecniche e fondamentali, con degli acquisti su ENEL e SIE a completare le posizioni in opzioni gia aperte ad inizio mese su WMT ed HEN3. Lo scopo principale era quello di ottenere un buon timing d'ingresso sulle azioni aspettando che la situazione generale si calmasse per ricominciare a vendere opzioni call alla scadenza seguente ma, poiché entrambe sono salite molto nei giorni seguenti, si è scelto di venderle in profitto circa 15 giorni dopo.
A scadenza, l'opzione su HEN3 è stata esercitata.
Il risultato è stato un minor uso del capitale, €34 358, ma un profitto mensile comunque interessante rispetto al capitale impiegato, il 3.44%. Il ritorno sul capitale netto totale è stato ovviamente inferiore e si è attestato al 2.23%, di cui lo 0.79% derivante da opzioni.
A scadenza, il valore di liquidazione netto era di €54 321. (Fig. 5.15 a pagina 71)

Ticker	Share Purchase/ Option Sold	Quantity	Option Strike Price	Total Paid for Shares/Premium received for option sale	Shares Sold/Option Buy Back	Total Received for Shares/ Paid to buy back Option	Share/Option Profit/Loss	Share+Option Transaction. Total Profit or Loss	Monthly return on option/s
AI	95,08	100		9508	98	9800	292		
								€ 417	
Option	1,25	1	98	125	0	0	125		4,26%
ALV	133,58	100		13358	140	14000	642		
								€ 783	
Option	1,41	1	140	141	0	0	141		5,59%
BMW	73,97	100		7397	78	7800	403		
								€ 540	
Option	1,37	1	78	137	0	0	137		6,92%
WYNN	83,44	100		8344	85	8500	156		
								501$	
Option	3,45	1	85	345	0	0	345		5,89%
MC	154,44	100		15444	154,44	15444	0		
								€ 211	
Option	2,11	1	160	211	0	0	211		1,37%

Available	Total Initial Expenditure		€/$	
€ 50.000	€ 53.426		1,081	Cash flow from options premium, options excersize and dividends
	Leverage	Capital Gain		€ 2.414
	0,07%	-€ 174,00		
		Net liquidation value		Profit/Loss
		€ 52.240		€ 2.240 4,48%

Figura 5.11: Scadenza 18 Marzo 2016

Ticker	Share Purchase/ Option Sold	Quantity	Option Strike Price	Total Paid for Shares/Premium received for option sale	Shares Sold/Option Buy Back	Total Received for Shares/ Paid to buy back Option	Share/Option Profit/Loss	Share+Option Transaction. Total Profit or Loss	Monthly return on option/s
MC	154,44	100		15444	154,44	15444	0		
								€ 362	
Option	2,33	1	155	233	0,91	91	142		2,34%
Div	2,2			220	0	0	220		
BAYN	102,19	100		10219	105	10500	281		
								€ 398	
Option	1,17	1	105	117	0	0	117		3,79%
KO	43,65	100		4365	43,65	4365	0		
								0$	
Note	SOLD @45,73								
Option				0	0	0	0		0,00%
SIE	91,63	100		9163	91,63	9163	0		
								€ 119	
Option	1,28	1	94	128	0,093	9	119		1,30%
POR3	47,16	200		9432	47,16	9432	0		
								€ 193	
Option	1,035	2	49	207	0,07	14	193		2,05%
AAPL	106,63	100		10663	106,63	10663	0		
								144$	
Option	1,44	1	110	144	0	0	144		1,35%
DCX	67,04	100		6704	67,04	6704	0		
								€ 397	
Option	0,3	1	70	30	0,24	24	6		5,92%
DIV	3,25			325	0	0	325		
Option	0,7		68	70	0,04	4	66		
CAT	75,27	100		7527	76	7600	73		
								$232	
Option	1,59	1	76	159	0	0	159		3,05%
	Available			Total Initial Expenditure			€/$		
	€ 52.240			€ 72.180			1,063	Cash flow from options	
								premium, options excersize	
				Leverage		Capital Gain		and dividends	
				0,38%		-€ 311,41		€ 1.822	
						Net liquidation value		Profit/Loss	
						€ 53.751		€ 1.511	2,89%

Figura 5.12: Scadenza 15 Aprile 2016

Ticker	Share Purchase/Option Sold	Quantity	Option Strike Price	Total Paid for Shares/Premium received for option sale	Shares Sold/Option Buy Back	Total Received for Shares/ Paid to buy back Option	Share/Option Profit/Loss	Share+Option Transaction. Total Profit or Loss	Monthly return on option/s
SIE	91,63	100		9163	92	9200	37		
								€ 235,00	
Option	1,98	1	92	198	0	0	198		2,55%
POR3	47,16	200		9432	47	9400	-32		
								€ 327	
Option	0,79	2	47	158	0	0	158		3,48%
Div	2,01			201	0	0	201		
DCX	67,04	100		6704	67,04	6704	0		
								€ 15	
Option	0,99	1	64	99	1,42	142	-43		0,22%
Option	0,58	1	68	58	0	0	58		
MC	154,44	100		15444	154,44	15444	0		
								€ 223	
Note	SOLD @142,65								
Option	2,23	1	155	223	0	0	223		1,44%
LUX	53,07	100		5307	53,07	5307	0		
								€ 107	
Div	0,89			89	0	0	89		2,02%
Option	0,18		55	18	0	0	18		
CVX	96,99	100		9699	100	10000	301		
								425$	
Option	1,24	1	100	124	0	0	124		4,25%
WMT	69,7	100		6970	69,7	6970	0		
								100$	
Option	0,5		71	50	0	0	50		1,43%
DIV	0,5			50	0	0	50		
AAPL	106,63	100		10663	106,63	10663	0		
								57$	
Option	0			0	0	0	0		0,53%
DIV	0,57			57	0	0	57		
HEN3	102,37	100		10237	102,37	10237	0		
								€ 184	
Option	1,84		105	184	0	0	184		1,80%

Available	Total Initial Expenditure		€/$	
€ 53.751	€ 80.910		1,11	Cash flow from options premium, options excersize and dividends
	Leverage	Capital Gain		€ 1.600
	0,51%	-€ 3.055		
		Net liquidation value		Profit/Loss
		€ 52.296		-€ 1.455 -2,71%

Figura 5.13: Scadenza 20 Maggio 2016

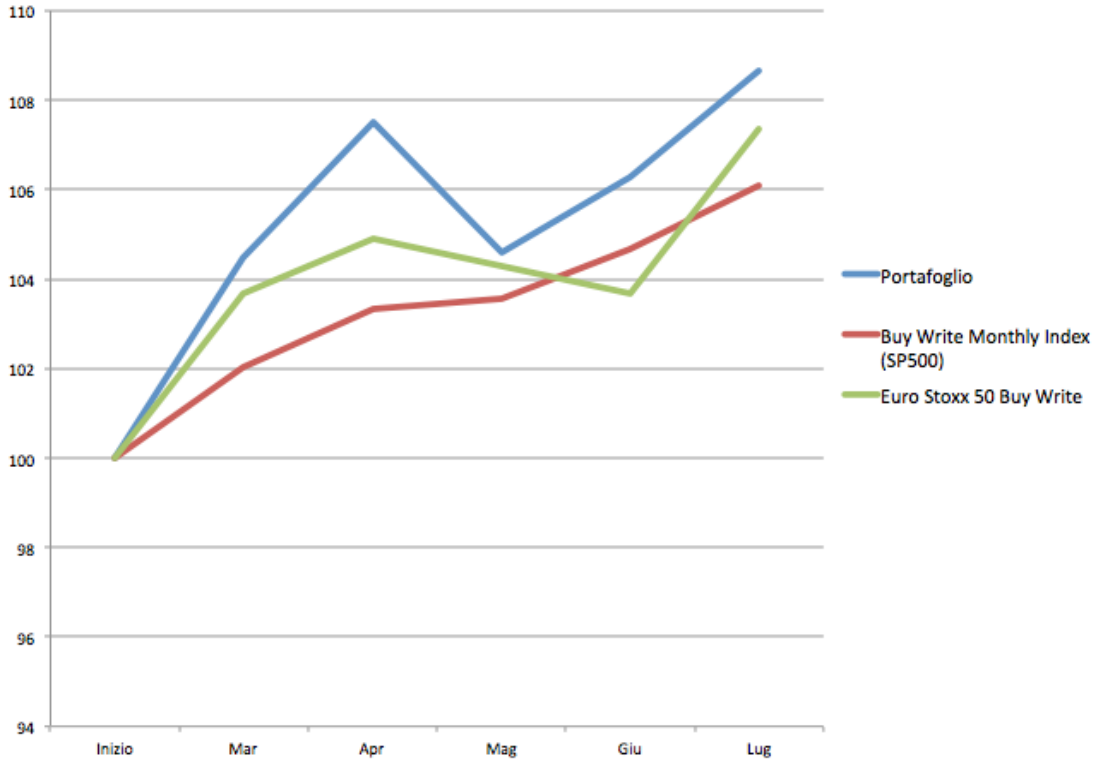
Ticker	Share Purchase/Option Sold	Quantity	Option Strike Price	Total Paid for Shares/Premium received for option sale	Shares Sold/Option Buy Back	Total Received for Shares/ Paid to buy back Option	Share/Option Profit/Loss	Share+Option Transaction. Total Profit or Loss	Monthly return on option/s
DCX	67,04	100		6704	67,04	6704	0		
								€ 120,36	
Note	SOLD @59,43								
Option	0,88	1	62	88	0,2332	23,32	64,68		1,80%
Option	0,5568		60	55,68	0	0	55,68		
LUX	53,07	100		5307	53,07	5307	0		
								€ 20	
Option	0,2		52	20	0	0	20		0,38%
WMT	69,5	100		6950	69,5	6950	0		
								18,70$	
Option	0,187	1	73	18,7	0	0	19		0,27%
HEN3	102,37	100		10237	102,37	10237	0		
								€ 103,68	
Option	1,0368		105	103,68	0	0	103,68		1,01%
AAPL	106,63	100		10663	106,63	10663	0		
								0$	
Note	SOLD @99,19								
Option	0	0	0	0	0	0	0		0,00%
CLF	3,09	1600		4944	3,09	4944	0		
								0$	
Note	SOLD @4,8								
Option	0		0	0	0	0	0		0,00%
	Available			Total Initial Expenditure			€/$		
	€ 52.296			€ 44.016			1,13	Cash flow from options	
								premium, options excersize	
				Leverage		Capital Gain		and dividends	
				-0,16%		€ 598		€ 243	
						Net liquidation value		Profit/Loss	
						€ 53.137		€ 840	1,61%

Figura 5.14: Scadenza 17 Giugno 2016

Ticker	Share Purchase/Option Sold	Quantity	Option Strike Price	Total Paid for Shares/Premium received for option sale	Shares Sold/Option Buy Back	Total Received for Shares/ Paid to buy back Option	Share/Option Profit/Loss	Share+Option Transaction. Total Profit or Loss	Monthly return on option/s
DCX	67,04	100		6704	67,04	6704	0		
								€ 120,36	
Note	SOLD @59,43								
Option	0,88	1	62	88	0,2332	23,32	64,68		1,80%
Option	0,5568		60	55,68	0	0	55,68		
LUX	53,07	100		5307	53,07	5307	0		
								€ 20	
Option	0,2		52	20	0	0	20		0,38%
WMT	69,5	100		6950	69,5	6950	0		
								18,70$	
Option	0,187	1	73	18,7	0	0	19		0,27%
HEN3	102,37	100		10237	102,37	10237	0		
								€ 103,68	
Option	1,0368		105	103,68	0	0	103,68		1,01%
AAPL	106,63	100		10663	106,63	10663	0		
								0$	
Note	SOLD @99,19								
Option	0	0	0	0	0	0	0		0,00%
CLF	3,09	1600		4944	3,09	4944	0		
								0$	
Note	SOLD @4,8								
Option	0		0	0	0	0	0		0,00%
	Available			Total Initial Expenditure			€/$		
	€ 52.296			€ 44.016			1,13	Cash flow from options	
								premium, options excersize	
				Leverage		Capital Gain		and dividends	
				-0,16%		€ 598		€ 243	
						Net liquidation value		Profit/Loss	
						€ 53.137		€ 840	1,61%

Figura 5.15: Scadenza 15 Luglio 2016

La crescita del portafoglio è stata del 8.64% al termine del periodo considerato. La perdita maggiore è stata del -2.71% verificatasi nella scadenza di Maggio.
Nel grafico 5.16 è riportato l'andamento del portafoglio nel periodo considerato confrontato con i due benchmark di riferimento esposti al par 5.5, il CBOE SP500 Buy Write Index e l'Euro Stoxx 50 Buy Write index. Partendo da una base comune di 100, è possibile notare come la strategia oggetto di questo studio abbia sovraperformato entrambi gli indici nel periodo considerato, pur con una deviazione standard maggiore.



Portafoglio	Rendimento	Standard Dev
CCW	8,64%	2,69%
CBOE SP500 Buy Write Index	6,09%	0,65%
Euro Stoxx 50 Buy Write Index	7,36%	2,11%

Figura 5.16: Risultati del portafoglio nel periodo considerato

Conclusioni

Al termine di questo lavoro, la sensazione è che la Covered Call Writing possa essere un ottimo strumento di gestione dei propri risparmi.
La liquidità generata dalla vendita di opzioni, infatti, oltre ad abbassare la volatilità, permette di generare un tesoretto slegato dalle posizioni azionarie, che può essere prelevato generando una rendita, oppure utilizzato come nuovo investimento.
La scelta dei sottostanti si rivela fondamentale, risulta quindi molto importante testare gli indicatori utilizzati ed essere certi del loro funzionamento, come anche affinare continuamente il processo di selezione.
Allo stesso modo, è importante padroneggiare la gestione delle posizioni attraverso le Exit Strategies per uscire velocemente da situazioni scomode o aumentare i guadagni se il mercato si muove a nostro favore. Infatti, occorre tener ben presente che la Covered Call Writing è una strategia *non ribassista*, e questo comporta la gestione attenta nei periodi in cui il mercato si muove proprio in quella direzione.

Fondamentale, per questo, è anche il confronto con il benchmark.
In questo studio questo è stato positivo, riuscendo a performare meglio di entrambi gli indici proposti nel periodo considerato. Occorre, tuttavia, ricordare che l'ottica con cui la strategia è stata presentata non è quella di "battere il mercato" e che, se lo scopo fosse stato questo, alcune scelte sarebbero state differenti.
Il mio consiglio, per chi ha questa finalità, è di unire in un'unica operatività strategie differenti che meglio si adattano a diversi contesti di mercato, senza focalizzarsi su un'unica strada che, per forza di cose, non può funzionare in ogni situazione.

Certamente, come è ovvio, il capitale iniziale ha un certo peso per quanto riguarda i ritorni mensili che si riescono ad ottenere.
Tuttavia, alla luce delle crescenti problematiche evidenziate nel primo capitolo, ritengo comunque che una gestione attiva e consapevole dei propri risparmi attraverso la Covered Call Writing permetta di ottenere adeguate soddisfazioni e possa essere per lo meno un valido sostegno alle entrate mensili che già si possiedono.
Un punto sicuramente a favore di questa strategia è l'ampio risparmio in termini di commissioni che si ottiene preferendola ad una gestione professionale attraverso l'investimento in fondi comuni che, come abbiamo visto al par. 1.3, viene fortemente appesantita dai costi che comporta. Allo stesso modo, come evidenziato al par. 1.4, fa molto riflettere anche la scarsa capacità dei gestori nel battere il loro mercato di riferimento.

Inoltre, alla luce delle recenti problematiche lavorative e pensionistiche, ritengo che un utilizzo consapevole dei propri risparmi possa veramente fare la differenza nel lungo periodo, donandoci quella sicurezza che, oggi, non è più certa come lo era un tempo.

Bibliografia

ASSOGESTIONI. *Mappa trimestrale del risparmio gestito. Primo trimestre 2016*. Milano, 19 Maggio 2016.

ASSOGESTIONI. *Mappa mensile del risparmio gestito - Maggio 2016*, 2016. URL `www.assogestioni/cubo`.

BANCA D'ITALIA. *Supplementi al bollettino statistico. La ricchezza delle famiglie italiane*. Roma, 16 Dicembre 2015.

BANCA D'ITALIA. *Supplementi al bollettino statistico. I bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2014*. Roma, 3 Dicembre 2015.

BANCA D'ITALIA. *Relazione annuale 2015*. Roma, 31 Maggio 2016.

BANCA D'ITALIA. *Temi di discussione. I fondi comuni aperti in Italia: performance delle società di gestione del risparmio*. A cura di M. Leonardo Bianchi - M. G. Miele. Roma, Febbraio 2011.

COVIP. *Relazione per l'anno 2015*. Roma, 9 Giugno 2016.

A. ELLMAN. *Exit Strategies for Covered Call Writing. Making the most money when selling stock options*. Wheatmark Inc., Tucson, 2009.

A. ELLMAN. *Selling Cash-Secured Puts. Investing to generate monthly cash flow*. Digital Publishing of Florida Inc., Oldsmar, 2014.

M. FABER. *Global Asset Allocation: a survey of the world's top asset allocation strategies*. The Idea Farm LP, El Segundo, 2015.

HSBC. *The future of retirement - Life after work?* HSBC Insurance Holdings Limited, London, 2013.

J. C. HULL. *Options, futures, and other derivates*. Pearson Education Inc., Upper Saddle River, 1989 (Pearson Italia, Milano, 2012).

LEGG MASON GLOBAL ASSET MANAGEMENT. *Global investment survey*, 2016. URL `ww2.leggmason.com/trendingconversations/`. Consultato il 13-07-2016.

MINISTERO DEL LAVORO E DELLE POLITICHE SOCIALI. *Rapporto Annuale sulle Comunicazioni Obbligatorie 2016. Le dinamiche del mercato del lavoro dipendente e subordinato*. Roma, 7 Giugno 2016.

R. MIRAGLIA. *Il prezzo dei mini-job*. URL `www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-09-21/prezzo-minijob-082219.shtml`. Consultato il 01-08-2016.

MORNINGSTAR. *What factors drive investment flows?* Chicago, Novembre 2015.

OECD. OECD Indicators of Employment Protection. URL `www.oecd.org/employment/emp/oecdindicatorsofemploymentprotection.htm`. Consultato il 01-08-2016.

F. RAMPINI. *Banche: possiamo ancora fidarci?*. Mondadori Libri S.p.a., Milano, 2016.

S&P DOWN JONES INDICES. *SPIVA Europe Scorecard*. New York, 20 Aprile 2016a.

S&P DOWN JONES INDICES. *SPIVA US Scorecard*. New York, 20 Aprile 2016b.

V. ZEPPILLI. *Job Acts: il contratto a tutele crescenti*, a. URL `www.studiocataldi.it/articoli/19641-il-contratto-a-tutele-crescenti.asp`. Consultato il 28-07-2016.

V. ZEPPILLI. *Il contratto a tempo determinato alla luce delle recenti modifiche del Jobs Act*, b. URL `www.studiocataldi.it/articoli/19477-il-contratto-a-tempo-determinato.asp`. Consultato il 01-08-2016.