



Павел Соловьев
Управление товарного рынка ММВБ

БИРЖЕВЫЕ ВАРИАЦИОННЫЕ ОПЦИОНЫ В РОССИИ

Данная статья посвящена особенностям расчетов по вариационным опционам, их преимуществам и недостаткам в сравнении с традиционными опционами и вопросу целесообразности развития этих инструментов в России с точки зрения развития рынка производных финансовых инструментов в целом.

В мировой практике существует два способа расчетов по биржевым опционам: традиционный тип расчетов (*Traditional-Style Premium Posting / Up-front Premium Posting / Stock-Type Settlement*), предусматривающий уплату полной суммы премии по опциону его покупателем продавцу непосредственно в момент заключения сделки; и фьючерсный тип расчетов (*Variation Margining / Futures-Type Settlement*), предполагающий ежедневное проведение переоценки опционных позиций по рынку с перечислением вариационной маржи. Опционы с фьючерсным типом расчетов, или вариационные опционы, впервые были введены в обращение на Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов и

опционов (*LIFFE*), а впоследствии получили распространение на многих биржах мира, организующих торговлю опционами на фьючерсы, включая крупнейшую в мире срочную биржу *EUREX*.

В настоящее время на российских биржах в обращении находятся опционы с традиционным типом расчетов, или традиционные опционы, несмотря на то что в 1997–1998 гг. на двух биржах – Московской центральной фондовой бирже (МЦФБ) и Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ) – торговались вариационные опционы. Более того, Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 15 декабря

2004 г. №04-1245/пз-н, введя требование уплаты премии по опциону при заключении сделки (п. 6.3.2 Положения), фактически устанавливает запрет на торговлю вариационными опционами на фондовых биржах, эксклюзивным правом которых (в соответствии с указанным же Положением, п. 1.3) является организация торговли производными финансовыми инструментами на ценные бумаги и фондовые индексы.

Тем не менее, в настоящее время ММВБ, учитывая рост торговой активности на рынке валютных фьючерсов Биржи в условиях возросшей волатильности валютных курсов, ведет разработку проекта организации биржевой торговли вариационными опционами на валютные фью-



черсы. Объем торгов валютными фьючерсами на ММВБ достиг за неполные 5 месяцев 2005 года 1,24 млрд. долл., увеличившись по сравнению с 2004 годом в 2,7 раза и достигнув рекордного дневного показателя 16 мая 2005 года – 105,45 млн. долл. Одновременно вырос объем открытых позиций на этом рынке, составив в первом полугодии 2005 года в среднем 292 млн. долл., увеличившись по сравнению с 2004 годом в 13,1 раза и достигнув 26 мая 2005 года 480 млн. долл. В результате доля ММВБ в общем объеме торгов (с начала года) на российском биржевом срочном рынке на конец мая 2005 года составила более 19%, а в общем объеме открытых позиций – 58%. Положительная динамика рынка базового актива планируемых к введению вариационных опционов и их особенности позволяют выразить надежду на успешное развитее этих инструментов в России.

ИСТОРИЧЕСКАЯ СПРАВКА: БИРЖЕВЫЕ ОПЦИОНЫ В США

Несмотря на распространенность в биржевом обращении в мире вариационных опционов, в США, обладающих в настоящее время наиболее развитым финансовым рынком, данный вид опционов на протяжении последних почти 20 лет XX в. был законодательно запрещен.

В 1981 г. Комиссия по срочной биржевой торговле (*Commodity Futures Trading Commission / CFTC*), основной регулятор биржевого рынка производных финансовых инструментов в США, ввела в действие пилотную программу по торговле биржевыми опционами на фьючерсы с базовыми активами, отличными от сельскохозяйственных продуктов. Одновременно была принята Ч. 33 Регулирующих положений *CFTC*, включающая требование полной оплаты премии по опциону и, соответственно, запрещающая перечисление вариационной маржи по опционным позициям.

Так, подп. (а)(2) ст. 33.4 Регулирующих положений [*Regulation 33.4 (а)(2)*] содержал следующие условия: «...клиринговая организация должна получить от каждого своего клирингового члена, каждый клиринговый член должен получить от каждого иного лица, клиринг чьих сделок с опционами он осуществляет, и каждый фьючерсный посредник должен получить от каждого своего клиента по сделкам с опционами полную сумму премии по каждому опциону в момент совершения покупки соответствующего опциона».

Пилотная программа по торговле биржевыми опционами, достигнув в своей реализации положительных результатов, была переведена на регулярную основу

Таблица 1. СРАВНЕНИЕ ТИПОВ РАСЧЕТОВ ПРИ ПАДЕНИИ СТОИМОСТИ ОПЦИОНА

Длинная сторона по опциону (покупатель)	Короткая сторона по опциону (продавец)
Традиционный тип расчетов	
День 1. Перечисление премии по опциону в полной сумме 229,7 руб. День 2-21. Дополнительные платежи отсутствуют День 21. Опцион истекает неисполненным	День 1. Зачисление премии по опциону в полной сумме 229,7 руб. на счет, внесение рисковой маржи День 2-21. Право снять со счета избыточную сумму средств, соответствующую снижению стоимости опциона со дня его продажи, в пределах суммы премии. Поддержание рисковой маржи День 21. Опцион истекает неисполненным. Рисковая маржа и премия опциона возвращаются продавцу
Фьючерсный тип расчетов	
День 1. Внесение рисковой маржи День 2-21. Перечисление (списание) вариационной маржи на сумму 229,7 руб. Поддержание рисковой маржи День 21. Опцион истекает неисполненным. Рисковая маржа возвращается	День 1. Внесение рисковой маржи День 2-21. Зачисление вариационной маржи на сумму 229,7 руб. Поддержание рисковой маржи. Избыток средств может быть снят со счета День 21. Опцион истекает неисполненным. Рисковая маржа возвращается

Таблица 2. СРАВНЕНИЕ ТИПОВ РАСЧЕТОВ ПРИ РОСТЕ СТОИМОСТИ ОПЦИОНА

Длинная сторона по опциону (покупатель)	Короткая сторона по опциону (продавец)
Традиционный тип расчетов	
День 1. Перечисление премии по опциону в полной сумме 229,7 руб. День 2-21. В течение жизни опциона доходы не получаются День 21. Закрытие позиции по цене 320,7 руб. Полученный доход составляет 91 руб.	День 1. Зачисление премии по опциону в полной сумме 229,7 руб. на счет, внесение рисковой маржи День 2-21. Внесение на счет дополнительных средств в сумме, равной увеличению стоимости опциона со дня его продажи. Поддержание рисковой маржи День 21. Закрытие позиции по цене 320,7 руб. Полученный убыток по позиции составляет 91 руб. Рисковая маржа возвращается
Фьючерсный тип расчетов	
День 1. Внесение рисковой маржи День 2-21. Зачисление на счет в течение жизни опциона вариационной маржи на сумму 91 руб. Поддержание рисковой маржи День 21. Закрытие позиции. Рисковая маржа возвращается	День 1. Внесение рисковой маржи День 2-21. Списание со счета в течение жизни опциона вариационной маржи на сумму 91 руб. Поддержание рисковой маржи День 21. Закрытие позиции. Рисковая маржа возвращается

Таблица 3. СРАВНЕНИЕ ТИПОВ РАСЧЕТОВ ПРИ ИСПОЛНЕНИИ ОПЦИОНА

Длинная сторона по опциону (покупатель)	Короткая сторона по опциону (продавец)
Традиционный тип расчетов	
День 21. Исполнение опциона. Открытие длинной фьючерсной позиции по цене исполнения 27,7 руб./долл. Переоценка Клиринговой палатой фьючерсных позиций по рынку. Зачисление на счет разницы от переоценки 320,7 рублей. Полученный доход составляет 91 руб.	День 21. Исполнение опциона. Открытие короткой фьючерсной позиции по цене исполнения 27,7 руб./долл. Переоценка Клиринговой палатой фьючерсных позиций по рынку. Списание со счета разницы от переоценки 320,7 рублей. Полученный убыток по позиции составляет 91 руб. Рисковая маржа возвращается
Фьючерсный тип расчетов	
День 21. Исполнение опциона. Списание со счета средств по расчетной цене опциона – 320,7 руб. Открытие длинной фьючерсной позиции по цене исполнения 27,7 руб./долл. Переоценка Клиринговой палатой фьючерсных позиций по рынку. Зачисление на счет разницы от переоценки 320,7 руб. Позиция по опциону закрывается на бирже, однако рисковая маржа удерживается до закрытия фьючерсной позиции (в этом примере – одновременно с исполнением опциона)	День 21. Исполнение опциона. Зачисление на счет средств по расчетной цене опциона – 320,7 руб. Открытие короткой фьючерсной позиции по цене исполнения 27,7 руб./долл. Переоценка Клиринговой палатой фьючерсных позиций по рынку. Списание со счета разницы от переоценки 320,7 руб. Позиция по опциону закрывается на бирже, однако рисковая маржа удерживается до закрытия фьючерсной позиции (в этом примере – одновременно с исполнением опциона)

с 1 августа 1986 г. Тем не менее, фьючерсные биржи практически с момента ее введения неоднократно подавали в *CFTC* ходатайства о пересмотре указанных требований Ч. 33 Регулирующих положений. Первое такое ходатайство об отмене *Regulation 33.4 (а)(2)* было подано в июне 1982 г. Биржей кофе, сахара и какао (*Coffee, Sugar & Cocoa Exchange, Inc. /*

CSCE), но было отклонено *CFTC*. В июле 1988 г. Чикагская торговая палата (*Chicago Board of Trade / CBOT*) и Чикагская товарная биржа (*Chicago Mercantile Exchange / CME*) раздельно подали ходатайства об отмене указанного выше положения со ссылкой на то, что в результате проведенного исследования падения ликвидности рынка опционов в октябре



1987 г. Президентская рабочая группа по финансовым рынкам рекомендовала участникам рынка и регуляторам изучить потенциал увеличения ликвидности биржевого рынка опционов за счет применения фьючерсного типа расчетов по ним. В ходе исследования *CFTC* получила многочисленные отзывы: данное предложение было поддержано фьючерсными биржами и их клиринговыми организациями, в то время как фондовые биржи и клиринговые организации по ценным бумагам выступили против него; мнения биржевых

ценные бумаги. Наконец, в декабре 1997 г. *CFTC* предложила отменить *Regulation 33.4 (a)(2)*, в целях чего провела исследование мнений участников биржевого рынка опционов и инфраструктурных организаций по этому вопросу. Результаты исследования показали поддержку указанных изменений большинством участников рынка. В итоге после 17-летнего запрета на обращение в биржевой торговле вариационных опционов *CFTC* разрешила фьючерсным биржам внедрять в дополнение к сложившемуся традицион-

чивается, держатель короткой позиции должен вносить дополнительные средства на маржевый счет. Однако данные средства не перечисляются держателю длинной позиции, который, чтобы реализовать потенциально полученный доход от роста стоимости опциона, должен его исполнить или закрыть позицию по нему обратной сделкой. В противоположной ситуации, если стоимость опциона падает, продавец имеет право снять избыток средств с маржевого счета.

Условия фьючерсного типа расчетов по опционам не предполагают перечисление премии в момент заключения сделки и открытия позиций. Вместо этого производится внесение обеими сторонами рисковой маржи, призванной покрыть потенциальное изменение стоимости опциона (в связи с чем уровень рисковой маржи может быть несимметричным для обеих сторон и меняться во времени) и не превышающей для покупателя цены сделки. До исполнения позиции по опционам подлежат ежедневной стоимостной переоценке по рыночной цене. Любое увеличение стоимости опциона приводит к поступлению вариационной маржи на счет покупателя и ее списанию с маржевого счета продавца опциона. В случае снижения стоимости опциона вариационная маржа списывается со счета покупателя опциона на счет продавца. При поступлении положительной вариационной маржи участник торгов, как продавец, так и покупатель опциона, имеет право снять избыток средств с маржевого счета. С другой стороны, в случае списания вариационной маржи участник торгов обязан пополнить средства на маржевом счете до требуемого уровня рисковой маржи. Таким образом, по вариационным опционам происходит симметричное, как по фьючерсам, движение денежных средств, вследствие чего данный тип расчетов получил свое название. Тем не менее, указанное различие между традиционными и вариационными опционами и схожесть последних в части осуществления расчетов с фьючерсами не изменяет фундаментальные права и обязательства каждой из сторон по опционной сделке. Потенциальные убытки покупателя вариационного опциона так же остаются ограниченными полной суммой премии по опциону и транзакционными издержками; убытки продавца потенциально неограниченны.

Разница между традиционным и фьючерсным типом расчетов по опционам иллюстрируется в нижеприведенном примере (табл. 1–3). В целях данного примера используется условный европейский опцион колл на фьючерс на 1000

Таблица 4. ИСХОДНЫЕ РАСЧЕТНЫЕ ЦЕНЫ ВАРИАЦИОННОГО ОПЦИОНА И БАЗОВОГО ФЬУЧЕРСА

РАСЧЕТНАЯ ЦЕНА	13 АПРЕЛЯ 2005 г.	14 АПРЕЛЯ 2005 г.	15 АПРЕЛЯ 2005 г.
Базовый фьючерс FSUSD55	27,805	27,875	27,835
Опцион	0,2279	0,2588	0,1998

Таблица 5. ПЕРЕЧИСЛЕНИЕ ВАРИАЦИОННОЙ МАРЖИ ПО ВАРИАЦИОННЫМ ОПЦИОНАМ

День / процедура	Длинная сторона по опциону (покупатель)	Расчетная цена	Короткая сторона по опциону (продавец)
день 1 / переоценка	227,9 - 229,7 = -1,8	0,2279	- (227,9 - 229,7) = 1,8
день 2 / переоценка	258,8 - 227,9 = 30,9	0,2588	- (258,8 - 227,9) = -30,9
день 3 / переоценка	199,8 - 258,8 = -59,0	0,1998	- (199,8 - 258,8) = 59,0
день 3 / исполнение	0 - 199,8 = -199,8	0	- (0 - 199,8) = 199,8
Итого вариационная маржа по опциону	-229,7	-	229,7
день 3 / переоценка фьючерсной позиции	27835 - 27700 = 135	27,835	- (27835 - 27700) = -135

посредников разделились, отдав, тем не менее, предпочтение традиционному типу расчетов. Таким образом, дальнейшее рассмотрение указанных ходатайств *CFTC* было прекращено.

С 1988 г. американский биржевой рынок опционов получил активное развитие. Параллельно *CFTC* продолжала получать замечания о том, что введение фьючерсного типа расчетов по биржевым опционам может способствовать дальнейшему развитию данного рынка, подтверждением чему являлась положительная динамика рынка вариационных опционов биржи *LIFFE*, а также заключение и исполнение сделок с инструментами *LIFFE* на *CBOT* через установленную связь торговых систем двух бирж без каких-либо отрицательных последствий для рынка.

В мае 1996 г. Совет управляющих Федеральной резервной системы внес изменения в Положение *T (Regulation T)*, разрешив фондовым биржам принимать, при условии одобрения Комиссией по ценным бумагам и биржам (*Securities and Exchange Commission / SEC*) новые правила, разрешающие перечисление вариационной маржи по опционам на

тому типу расчетов по опционам фьючерсный тип расчетов или гибридный тип расчетов, сочетающий элементы первых двух, не обьявляя при этом ни одну из бирж проводить данные изменения. Соответствующее решение *CFTC* вступило в действие в середине июля 1998 г.

СРАВНЕНИЕ ТРАДИЦИОННОГО И ФЬУЧЕРСНОГО ТИПА РАСЧЕТОВ ПО ОПЦИОНАМ

В соответствии с традиционным типом расчетов по опционам покупатель опциона, или держатель длинной позиции по опциону, должен уплатить премию по нему в полной сумме в момент совершения сделки. Никакие дальнейшие платежи покупателем традиционного опциона не осуществляются. Уплаченная покупателем премия по биржевому опциону зачисляется на маржевый счет продавца, или держателя короткой позиции по опциону, который должен удерживать ее на счете в качестве маржи. Кроме того, продавец опциона обязан внести на счет рисковую маржу в целях покрытия риска неблагоприятного изменения стоимости опциона. Если стоимость опциона увели-

долл. США¹. Данный опцион с ценой исполнения 27,7 руб./долл. куплен 13 апреля 2005 года при расчетной цене базового фьючерса 27,805 руб./долл. (опцион в деньгах), премия составила 0,2297 руб./долл. (229,7 руб. за опцион). Дата истечения опциона 16 мая 2005 года, срок до истечения — 21 торговый день.

Вариант 1. К дате истечения цена фьючерса падает ниже цены исполнения опциона. Опцион не исполняется. Убытки покупателя опциона ограничены премией в сумме 229,7 руб. Однако различается время уплаты премии (см. табл. 1).

Вариант 2. На дату истечения опциона расчетная цена фьючерса составляет 28,0207 руб./долл., то есть превышает цену исполнения (опцион в деньгах), внутренняя стоимость опциона равна 320,7 руб. Для простоты предположим, что позиция по данному опциону закрывается (до исполнения) по цене 0,3207 руб./долл. (320,7 руб. за опцион). Доходы покупателя опциона в двух случаях одинаковы, однако различается время их получения (см. табл. 2).

Держатель длинной позиции может исполнить опцион вместо закрытия позиции. Чтобы открыть фьючерсную позицию в результате исполнения вариационного опциона, длинная сторона по опциону должна перечислить сумму средств исходя из расчетной цены вариационного опциона в день исполнения. Данный платеж покупателя опциона компенсируется вариационной маржей, полученной им при переоценке открываемой позиции по базовому фьючерсу (в день истечения опциона эти платежи равны).

Вариант 3. В варианте 2 в день истечения опциона держатель длинной позиции по опциону принимает решение его исполнить (см. табл. 3). Доходы покупателя опциона в двух случаях одинаковы (по вариационному опциону доход получен в виде вариационной маржи — см. табл. 2).

Отдельный пример (табл. 4–5) ежедневного перечисления вариационной маржи приведем для американского опциона колл на фьючерс на 1000 долл. с параметрами, аналогичными выше приведенному примеру. Опцион куплен 13 апреля 2005 года, сумма премии составила 229,7 руб. (см. табл. 4). Перечисление вариационной маржи по данному опциону составит (см. табл. 5).

Как видно из приведенных примеров, по вариационным опционам уплата премии происходит в виде ежедневного перечисления вариационной маржи в течение срока удержания опционной позиции, а

Рисунок 1. РАСЧЕТНЫЕ ЦЕНЫ ФЬЮЧЕРСА FSUSD55 И ОПЦИОНА НА ФЬЮЧЕРС

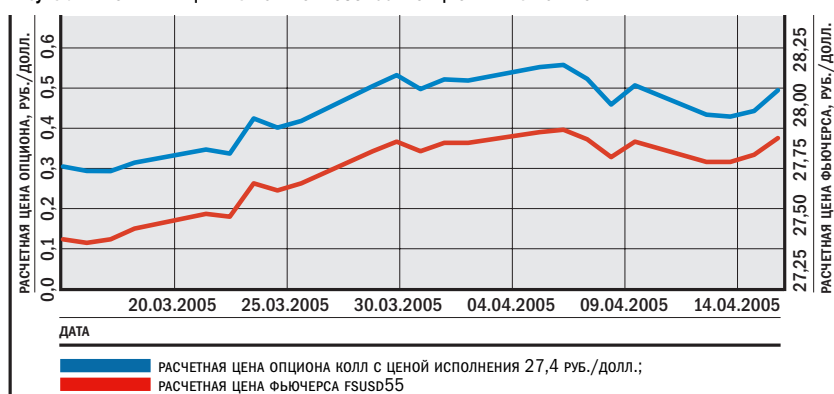


Рисунок 2. ЧИСТАЯ ВАРИАЦИОННАЯ МАРЖА ПО КОМБИНАЦИИ ПРОДАННОГО ФЬЮЧЕРСА И КУПЛЕННОГО ОПЦИОНА КОЛЛ

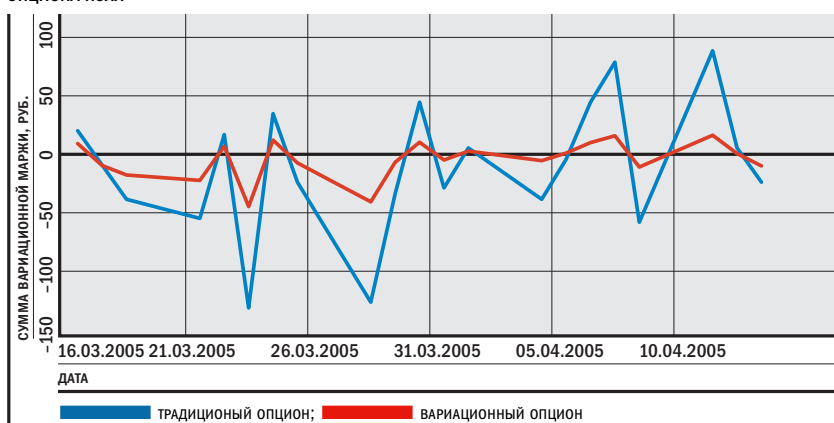
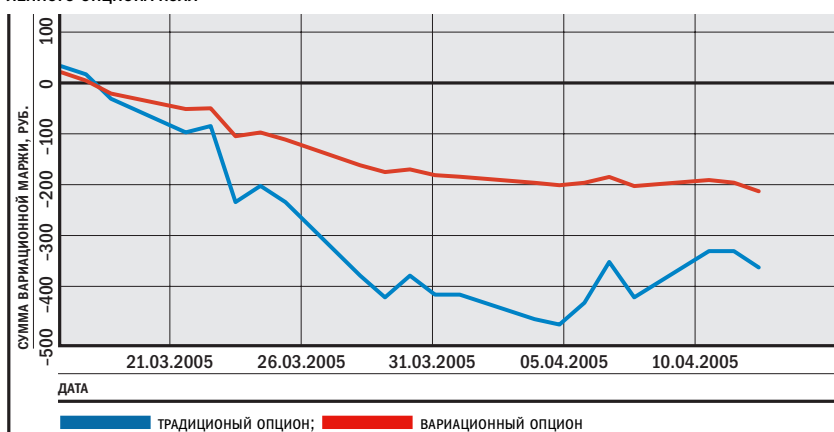


Рисунок 3. НАКОПЛЕННАЯ ЧИСТАЯ ВАРИАЦИОННАЯ МАРЖА ПО КОМБИНАЦИИ ПРОДАННОГО ФЬЮЧЕРСА И КУПЛЕННОГО ОПЦИОНА КОЛЛ



также платежа по окончательной расчетной цене опциона при его исполнении, частично или полностью компенсируемого вариационной маржей по открываемой при исполнении фьючерсной позиции.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ВАРИАЦИОННЫХ ОПЦИОНОВ

Вариационные опционы призваны повысить финансовую целостность и лик-

видность биржевого рынка производных финансовых инструментов за счет создания механизма более эффективного движения денежных потоков на нем.

В настоящее время в условиях отсутствия на российском рынке подобных инструментов создание и удержание спрэдов и безрисковых позиций на основе фьючерсов и опционов зачастую приводит к избыточным требованиям по внесению депозитной маржи в силу несимметричности денежных потоков, создаваемых традиционными опционами. Приме-

¹ В примере использованы фактические данные по ежедневным итогам торгов валютными фьючерсами на ММВБ. В качестве базовой серии фьючерса выбран фьючерс FSUSD55 с исполнением в мае 2005 г. Цены опциона смоделированы на основе динамики фьючерсных цен.



ром такой стратегии является хеджирование короткой фьючерсной позиции длинным опционом колл. В этом случае, если фьючерсная цена увеличивается, стоимость опциона колл также растет. Тем не менее, несмотря на то, что убыток по фьючерсу и доход по опциону частично компенсируют друг друга, участник торгов должен внести дополнительные средства по фьючерсу в полном объеме: доход по опциону является потенциальным, т. е. будет получен не ранее закрытия позиции или исполнения опциона. При недо-

Фактически, именно вариационные опционы предоставляют возможность осуществления портфельного маржирования, когда обязательства участников торгов по внесению депозитной маржи определяются исходя из совокупности всех принадлежащих им позиций по производным инструментам, а не отдельных позиций или их комбинаций, что приводит к снижению общих затрат на совершение операций.

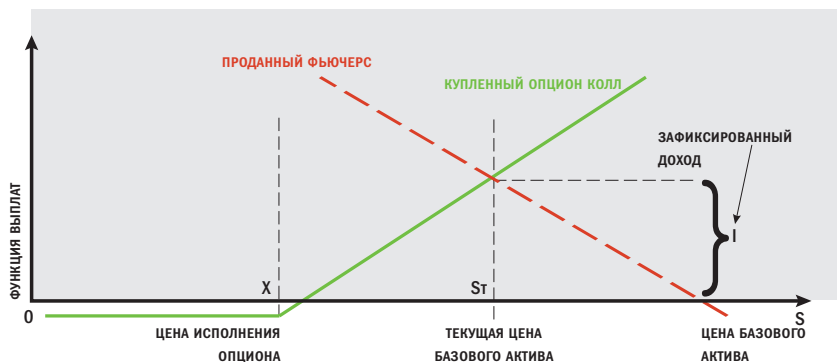
Вторым фактором, стимулирующим ликвидность биржевого рынка опционов

(ограничен размером премии опциона), чем по коротким позициям по опционам и длинным и коротким позициям по фьючерсам, механизмы управления рисками которых уже разработаны срочными биржами и участниками торгов. Кроме того, возможен вариант введения в обращение опционов с «гибридным» типом расчетов, подразумевающим полную оплату премии опциона при заключении сделки и дальнейшее перечисление вариационной маржи при изменении стоимости опциона.

В полученных *CFTC* комментариях на предлагаемые изменения Регулирующих положений от участников рынка было отмечено, что введение нового типа расчетов по опционам может снизить эффективность одновременного совершения на нескольких биржах операций купли/продажи, поскольку премия от проданных опционов не будет сразу поступать на счет участников торгов, в результате чего потребуются дополнительные средства для покупки опционов. Следует заметить, что в США с 1982 г. существовал запрет на обращение фьючерсов на отдельные акции, введенный в соответствии с Соглашением между *CFTC* и *SEC* (*Shad-Johnson Accord*), отмененный только с принятием в декабре 2000 г. Закона о модернизации фьючерсной торговли (*Commodity Futures Modernization Act*), но при этом рынок опционов на отдельные акции очень развит. В этом случае, действительно, появляется указанная проблема при совершении сделок с опционами на фьючерсы на акции на одной бирже, внедрившей фьючерсный тип расчетов, и опционами на акции на другой бирже. Но сложившейся особенностью российского рынка опционов (в части опционов на ценные бумаги) является то, что их базовыми активами являются именно фьючерсы. Поэтому целесообразным является внесение изменений в постановление ФСФР, указанное в начале статьи, разрешающих (но не обязывающих фондовые биржи) вводить в обращение альтернативно как традиционные, так и вариационные опционы.

В связи со сказанным выше полагаем, что вариационные опционы могут получить широкое распространение на отечественном финансовом рынке, предоставляя участникам торгов существенные преимущества по сравнению с действующими в настоящее время технологиями. ■

Рисунок 4. ФИКСИРОВАНИЕ ДОХОДА ПО ОПЦИОНУ



статке средств у участника торгов он вынужден будет закрывать позиции, однако это приведет к потере изначально построенной хеджерской стратегии и потребует дополнительных средств на ее восстановление. Вариационные опционы подобную несимметричность денежных потоков сокращают (рис. 1–3).

Указанное преимущество фьючерсного типа расчетов получает дополнительное значение с точки зрения торговли европейскими опционами. Как правило, при смещении цены базового актива в сторону от цены исполнения опциона и росте его стоимости ликвидность торговли данной серией опциона снижается. Причем, если ожидается разворот и обратное движение цены базового актива, с целью фиксации полученного дохода позицию по опциону необходимо закрыть, что осложняется в условиях низкой ликвидности.

Эта проблема в случае американского опциона решается его исполнением: базовый фьючерс в описанной ситуации является более ликвидным, открытая в процессе исполнения опциона фьючерсная позиция будет закрыта с меньшими затратами. Для европейского опциона исполнение до даты истечения невозможно, поэтому фиксирование дохода осуществляется открытием противоположной фьючерсной позиции (рис. 4) и удержанием её до даты исполнения опциона. Преимущество вариационного опциона перед традиционным в такой комбинации было указано выше (рис. 1–3).

и производных финансовых инструментов в целом, является снижение затрат на финансирование операций покупателями опционов. Как правило, начальная маржа, требуемая к внесению для открытия позиций, много меньше суммы премии по опциону, что оптимизирует использование активов участниками торгов.

Наконец, формирование потенциального дохода по традиционным опционам резко ограничивает емкость рынка. Увеличение стоимости традиционных опционов приводит к росту задолженности клиринговой организации срочной биржи перед держателями длинных позиций по опционам, заполняя, таким образом, выставленные участниками торгов лимиты на соответствующую биржу. При организации обращения вариационных опционов по ним производятся ежедневная переоценка и перечисление вариационной маржи, устраняющие указанную задолженность.

Из недостатков фьючерсного типа расчетов в отношении опционов, как правило, отмечается увеличение уровня левверджа на опционном рынке. Поскольку участник торгов при открытии позиций по опционам вносит начальную маржу, по размерам меньшую, чем премия опциона, возникает кредитный риск неисполнения обязательств покупателем опциона по уплате вариационной маржи. Однако здесь сразу следует отметить, что кредитный риск держателей длинных позиций по опционам существенно ниже