

In de serie over constructies die risicobeheersing combineren met aantrekkelijke winstkansen, deze week aandacht voor het omzetten van aandelen in callopties.

*Tom Loonen*

# WINST NEMEN TOCH DOORGAAN

**B**eleg in aandelen voor de langere periode, wordt meestal geadviseerd. Als richtlijn wordt vaak vijf tot zeven jaar aangehouden, maar de praktijk leert dat nogal wat beleggers anders handelen dan dat zij oorspronkelijk van plan waren.

Plotselinge stijgingen van koersen kunnen ervoor zorgen dat beleggers maar met moeite kunnen wachten om de — soms bescheiden — winst te verzilveren. 'Van winst nemen wordt niemand armer' is een credo dat dan gebruikt wordt om het eigen — weinig rationele — gedrag te rechtvaardigen. En in de basis hebben ze natuurlijk gelijk; winst is winst. En dan? U kunt opnieuw de malle molen in van het selecteren van potentiële beleggingen en weer gaan wikken en wegen. Juist omdat het (te) snel winst nemen weinig op ratio gebaseerd is, wordt vaak een prima aandeel verkocht.

Emoties kunnen erg sterk zijn. Sterker dan ratio. Vandaar dat het converteren van aandelen naar callopties een relatief veilige en effectieve methode is om het grootste absolute bedrag aan winst veilig te stellen zonder de winstpotentie op te geven. Zeker wanneer een belegging in een aandeel additionele risico's met zich meebrengt, kan converteren naar callopties een goede oplossing zijn.

Door de conversie zult u zich wel moeten realiseren dat u geen recht meer heeft op een eventueel dividend op de aandelen. Het overgrote gedeelte van het geld dat door verkoop van de aandelen is vrijgekomen wordt bijvoorbeeld op een termijndeposito geplaatst of in een obligatie belegd. Zo wordt het gemis aan dividend grotendeels gecompenseerd door de rente. De oorspronkelijke investering en een gedeelte van de winst op de aandelen zijn nu veiliggesteld. Het maximale verlies dat u door de conversie naar callopties nog kunt lijden is de geïnvesteerde optiepremie. Door het kopen van een at-the-money of een (beperkt) in-the-money calloptie is de 'downside risk' in absolute bedragen afgenomen, terwijl de winstpotentie in principe onbeperkt is. Komt de koersstijging echter niet in de verwachte periode, dan zal de optie waardeloos aflopen. Zuur geld. Wil dezelfde winstpotentie behouden worden met

de callopties als met de toenmalige aandelenbelegging, dan is het berekenen van de hedgeratio of delta een nuttig instrument. Hiermee wordt de verandering van de optiepremie berekend ten opzichte van een verandering van de koers van de onderliggende waarde.

## Praktijkvoorbeelden

Stel u heeft half juni 2006 500 aandelen Unilever gekocht tegen een koers van € 16,90. De koers is aanzienlijk gestegen. Begin 2008 noteert het aandeel € 22,60. De winst is € 5,70 per aandeel (exclusief dividend). U wilt de gehele winst niet meer verliezen. Verkopen is natuurlijk een optie, maar de meeste analisten geven op dit moment een koopadvies op het aandeel Unilever. U besluit om de aandelen te converteren naar callopties. De winst van € 2850 wordt gerealiseerd. Met een gedeelte van deze winst wilt u callopties kopen. Hiermee wilt u hetzelfde financiële resultaat bereiken als toen u 500 aandelen in uw bezit had. U zult daarom dus een optie kiezen met een hedgeratio van 1. De beperkt in-the-money call Unilever december 2008 met een uitoefenprijs van € 22 kost € 2,70. De at-the-money call met dezelfde looptijd maar een uitoefenprijs van € 23,02 heeft een premie van € 2,20. De tweede optie lijkt dus goedkoper. Toch is dit niet zo. De call Un dec/08 22 heeft een lagere tijd- en verwachtingswaarde. Daarbij heeft een in-the-money optie een hedgeratio van 1, terwijl een at-the-money optie een hedgeratio heeft van 0,5. Het is dus verstandiger om de call dec/08 22 te kopen. In dit geval dus 5 contracten. Daalt het aandeel onverwacht, dan is het maximale verlies de betaalde

**EMOTIES ZIJN VAAK  
STERKER DAN DE  
RATIO. MEEBUIGEN  
IS DAN EEN  
GOEDE STRATEGIE**



## Meerdere opties mogelijk

optiepremie van  $5 \times 100 \times € 2,70 = € 1350$ . De eerder gerealiseerde koerswinst ad  $€ 2850$  maakt deze betaalde premie ruimschoots goed.

Een ander voorbeeld. U koopt in mei 2007 4000 aandelen Corporate Express voor  $€ 9,60$ . De koers van de kantoorartikelenhandelaar stijgt daarna in korte tijd fors. Begin juli 2007 noteert het aandeel  $€ 11,10$ . Uw winst is op dat moment  $€ 6000$ . U besluit om winst te nemen. Om een eventuele verdere stijging niet volledig te missen koopt u 40 rechten op 100 onderliggende aandelen Corporate Express. U kiest voor de maart 2008 11-serie voor  $€ 1,25$ . Dit kost u  $€ 5000$ . Kort na deze aankoop daalt het aandeel aanzienlijk. In februari 2008 noteert het nog  $€ 7,70$ . De calloptie is op dat moment nog  $€ 0,05$  waard.

Wat zou het verschil geweest zijn tussen het houden van de aandelen Corporate Express of het tussentijds winst nemen en vervolgens het kopen van callopties? In het geval u callopties had gekocht hield u van de oorspronkelijke winst van  $€ 6000$  nog altijd  $€ 1200$  over. Had u de aandelen aangehouden dan was uw papieren winst omgeslagen in een verlies van  $€ 7600$ . Met converteren bent u dus duidelijk beter af.

Dat is niet het geval indien de aandelen Corporate Express niet dalen, maar juist stijgen naar bijvoorbeeld  $€ 13$ . Met de opties verdient u nog eens  $€ 5000$  extra op de al gerealiseerde  $€ 6000$ , maar met het aanhouden van de aandelen loopt de winst op tot  $€ 13.600$ . De risico's in absolute bedragen zijn daarentegen aanmerkelijk groter dan bij de conversie naar opties. ■

Tom Loonen is werkzaam bij Bank Insinger de Beaufort nv. Hij is deeltijd DSI-research fellow aan het Amsterdam Center for Law & Economics van UvA. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

## Lexicon

## Delta



De delta van een optie geeft de theoretische verandering van de optieprijs als gevolg van een verandering van de koers van het onderliggende aandeel. De delta voor een calloptie bevindt zich tussen 0 en +1 en voor putopties tussen 0 en -1. Een calloptie met een delta van 0,4 betekent dat een koersstijging van het aandeel met  $€ 1$  leidt tot een koersstijging van de optie van  $€ 0,40$ .

De delta is geen constante ten opzichte van de koers van het aandeel, maar een variabele. Naarmate een calloptie (meer) in the money komt, nadert de delta de waarde van 1. De delta is bovendien maar één van de factoren die de theoretische prijs van de optie bepalen. Andere factoren — naast uiteraard de koers en de uitoefenprijs — zijn de resterende looptijd, de volatiliteit van de onderliggende waarde, de rente en het dividend.