

Synthetische call: bijna net zo ingewikkeld, maar duidelijk minder riskant

# BALANCEREN

## OP EEN INGENIEUS BOUWWERK

In de serie over constructies die risicobeheersing combineren met aantrekkelijke winstmogelijkheden, deze week aandacht voor de synthetische call. *Tom Loonen*

**D**e synthetische callconstructie is gebaseerd op de fundamentele relatie tussen aandelen, putopties en een verkochte obligatie. Hiermee wordt de werking van een calloptie nagebootst in het betreffende aandeel. Door aandelen te kopen profiteert u van de verwachte koersstijging. Door deze aandelen te verzekeren met gekochte putopties, is het neerwaartse risico beperkt. Het kunnen kopen van (bij voorkeur) at-the-money putopties op de aandelen is een voorwaarde. Het is voorts belangrijk dat de looptijd van de obligatie zo veel mogelijk is afgestemd op de looptijd van de opties. Verder dient het dividendverleden bestendig te zijn en de verwachtingen hierover positief. Dividend is een onmisbaar onderdeel van deze constructie. Deze constructie financiert u grotendeels met het short gaan in een risicovrije obligatie. In een formule:  $C(\text{all}) = A(\text{aandeel}) + P(\text{ut}) - O(\text{bligatie})$

Stijgen de aandelen inderdaad in waarde, dan zal de putoptie uiteindelijk waardeloos verlopen. De reeds verkochte obligatie dient a pari weer teruggeleverd te worden. Het resultaat bestaat uit: koerswinst aandelen minus betaalde putpremie minus het verschil tussen de verkochte obligatie en de terug te kopen obligatie minus de betaalde rente aan de partij die de verkochte obligatie heeft geleverd.

### Basis van de methode

U kiest een aandeel waarvan u verwacht dat dit in koers kan stijgen. In dit geval Royal Dutch Shell, dat € 28,50 noteert. U koopt 1000 aandelen voor € 28.500. Tegelijkertijd koopt u 10 putopties Shell dec./08 € 27,50 à € 1,80 = € 1800. Het te financieren bedrag (excl. transactiekosten) is € 30.300. Hiervoor gaat u op zoek naar een obligatie van een solvabele instelling of overheid. Deze dient bij voorkeur rond pari te noteren én ongeveer eenzelfde looptijd te hebben als putopties. U kiest de Nederlandse Staatsobligatie 2,75% per 2009, die 99% noteert (aflossing per 15/1/2009). Door € 31.000 nominaal te verkopen — zonder dat u deze in bezit heeft —

**ONBEGRENSDE  
WINSTKANSEN  
BIJ EEN  
GEMAXIMEERD  
VERLIJES**

Zaterdag 19 januari 2008

### Beleggingsconstructies (2)

## Synthetische call



Een synthetische call heeft een risicoprofiel dat vergelijkbaar is met dan van een normale calloptie. De synthetische call oogt echter ingewikkelder en is moeilijker op te zetten. Bij een synthetische call koopt u de aandelen direct, waardoor u dividend ontvangt. Aan het einde van de zelfgecreëerde looptijd verkoopt u deze aandelen weer tegen de dan geldende koers. Het neerwaarts risico dekt u af met een putoptie. U financiert uw aankopen door short te gaan in een obligatie. Die obligatie stelt uw bank u voor een bepaalde periode en onder bepaalde voorwaarden ter beschikking. Dat kost u rente en omdat de bank niet zal toestaan de volledige 100% van het vrijgekomen bedrag voor de financiering te gebruiken, kost het u ook eigen vermogen. Evenals bij een normale calloptie kunt u naar boven toe onbeperkt winnen, terwijl het maximale verlies begrensd is.

komt er een bedrag vrij van € 30.690 (excl. transactiekosten). Deze obligatie zal op termijn teruggegeven moeten worden aan de bank. Aangezien deze obligatie aan het einde van de looptijd a pari inlost, loopt u geen risico over deze shortpositie, behoudens een koersverlies van € 310. De bank hanteert voor deze lening een dekkingswaarde van 90%. Er zal dus 10% over de nominale waarde van € 31.000 aan eigen vermogen ingebracht moeten worden (€ 3069). Het lenen van de obligatie van uw bank is niet gratis. De bank wil in ieder geval de rente die op de obligatie uitgekeerd wordt ontvangen. Tevens zal er een risicopremie gevraagd worden, stel 1,5%. De totale rente is dan 4,25%.

### Positief scenario

Naast het mogelijk profiteren van een koersstijging van de aandelen Shell, bent u dividendgerechtigd. Ervan uitgaande dat dit € 1 per jaar per aandeel bedraagt, ontvangt u over de looptijd van de constructie € 1000. Let wel, deze cashflow is afhankelijk van de winstontwik-

keling én het uitkeringsbeleid van Shell. De rekensom is als volgt: te financieren bedrag (aandelen + putopties) = € 30.300. Hierop brengt u in aftrek het ontvangen bedrag van de verkoop van de staatsobligatie (€ 30.690). Stel dat na 1 jaar het aandeel Shell in waarde is gestegen naar € 35. De winst is:  $1000 \times (\text{€}35 - \text{€}28,50) = \text{€}6500$ , minus de (nu waardeloze) putopties dec./08 van € 1800, minus het aflosverlies van € 310, plus het dividend van € 1000. In totaal heeft u bruto € 5390 verdiend. Hierop brengt u in mindering de aan de bank betaalde rente ( $4,25\%$  over  $\text{€}31.000 \times 0,9 \text{ jaar}$ ) = € 1207. Het totale rendement is € 4723, ofwel 153% over het geïnvesteerde eigen vermogen.

### Negatief scenario

Wat gebeurt er nu indien het aandeel Shell in waarde daalt naar € 15? In dat geval zal de aangekochte putoptie zijn werk moeten doen. De uitoefenprijs van de putoptie was € 27,50. De waarde van dit contract bedraagt € 12.500 ( $\text{€}12,50 \times 10 \times 100$ ). Voor dit contract is € 1800 betaald. Laten we aannemen dat Shell wel dividend heeft uitgekeerd. De verkochte obligatie wordt a pari ingelost. U verliest op de verkoop van 1000 aandelen € 13.500. De 10 putopties leveren een winst op van € 10.700. Er is € 1000 dividend ontvangen. Hierop moet € 310 aflosverlies in mindering worden gebracht. Totaal resteert een brutoverlies van € 2110. Inclusief de aan de bank betaalde rente van € 1207 bedraagt het negatief nettorendement (voor kosten) € 3317. Dit verlies is tevens het maximale verlies. Ook als de koers van Shell nog veel verder daalt, verliest u niet meer dan 108% van het geïnvesteerde eigen vermogen. Het neerwaartse risico is begrensd tot (ongeveer) de eigen inleg, terwijl de winsten onbegrensd zijn. Dit is vergelijkbaar met het kopen van een calloptie.

Welke aanvullende risico's loopt u nog? Op de eerste plaats bestaat de kans dat uw bank de verkochte obligatie tussentijds opeist. Hierdoor loopt u koersrisico. Goede afspraken zijn dan ook noodzakelijk. Bij een koersdaling van Shell zal de bank u verplichten dekkingswaarde bij te storten. Voorts dienen er goede afspraken gemaakt te worden over de te betalen rente en de looptijd van de kredietverstrekking. Ten slotte is het mogelijk dat Shell afziet van dividend. Voordat u besluit tot een dergelijke constructie, doet u er uiteraard verstandig aan met uw adviseur te overleggen. ■

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. De eerste aflevering in deze serie verscheen in FD.Geld van 5 januari 2008.

Het Financieele Dagblad, FD Geld



