

Beleggingsconstructies die risicobeheersing combineren met aantrekkelijke winstmogelijkheden. Tom Loonen bespreekt de komende maanden acht van dergelijke constructies. In de eerste aflevering: de synthetische obligatie. *Tom Loonen*

# BEPERKT RISICO MET WINSTKANS

**W**at te doen als voorzichtige belegger? Genoegen nemen met een eenjaarsdeposito van ongeveer 4%? Of toch hopen op een herstel van de aandelenmarkt en aandelen kopen?

Een alternatief kan de synthetische obligatie zijn. Basis is de werking van obligaties. Door gebruikmaking van de in bijgaand kader beschreven fundamentele relatie tussen opties, aandelen en obligaties ontstaat deze aantrekkelijke, maar defensieve constructie.

De onderliggende waarde bij een synthetische obligatie dient aan een aantal voorwaarden te voldoen. Zo dient u bij voorkeur in een onderneming te beleggen met een solide winsthistorie. Verder zal de onderneming bestendig moeten zijn in haar dividendpolitiek. Dit dient bij voorkeur een hoog dividend te zijn. Tot slot moeten er op de aandelen call- en putopties te verkrijgen zijn. De putopties zijn het liefst 'at-the-money', de geschreven callopties 'out-of-the-money'. Dit kunnen langlopende series zijn, waardoor u zo veel mogelijk tijds- en verwachtingswaarde ontvangt bij het schrijven van de calloptie. Uiteraard geldt dat er bij het kopen van langlopende putopties relatief veel tijds- en verwachtingswaarde betaald moet worden. Ook kunt u met kortlopende series werken. Gedurende de looptijd van de opties blijft u in het bezit van de aandelen die dividendgerechtigd zijn.

## Voorbeeld Fortis

U zoekt op eind 2007 een alternatief voor uw € 20.000 spaargeld. U heeft dit geld het komende jaar niet nodig, maar wilt er geen of een uitermate beperkt risico over lopen. Een obligatie met een looptijd van één jaar levert een effectief rendement op van 4,1%. U vindt dit te weinig. U besluit om een synthetische obligatie op te zetten met 1000 aandelen Fortis. Op dat moment noteren de aandelen € 18,60. Voor de opties kiest u de december 2008-series. Als verzekering kiest u de putoptie met een uitoefenprijs van € 18. U zult hiervoor € 2,05 per contract moeten betalen. Daarbij gaat u meteen de verplichting aan om uw aandelen te moeten verkopen tegen € 22. Dit door het schrijven van de out-of-the-money-calloptie € 22. Voor deze verplichting ontvangt u € 0,90 per contract.

**Investing:** aankoop 1000 aandelen Fortis à € 18,60.

In totaal € 18.600. U koopt tevens 10 putopties dec./08 18 à € 2,05 (€ 2,05 x 10 x 100). In totaal aan kosten € 2050. Daarnaast schrijft u callopties op uw aandelen. U geeft een ander het recht om uw aandelen te mogen kopen voor € 22. U krijgt voor dit recht € 0,90 per aandeel, waarvoor u de verplichting op u neemt om uw aandelen te leveren aan een tegenpartij. In totaal dus € 900. De totale investering tot op heden is € 19.750 (koop aandelen plus kosten putopties minus opbrengst callopties). Fortis heeft de laatste jaren bestendig dividend uitgekeerd, uitgangspunt is € 1,30 per aandeel.

**Rendement:** er zijn verschillende koersscenario's denkbaar:

1. *Het aandeel noteert aan het einde van de looptijd minimaal € 22*

In dat geval zal de koper van de calloptie gebruikmaken van zijn recht om uw aandelen aan te kopen voor € 22. U zult deze dus moeten leveren. De gekochte putopties zullen waardeloos aflopen, aangezien het niet aantrekkelijk is om gebruik te maken van het recht om de aandelen Fortis te verkopen tegen € 18. Wel heeft u dividend ontvangen. Het rendement bestaat uit de verkoop van 1000 aandelen tegen € 22 = € 22.000 minus totale investering (zie boven) € 19.750 = € 2250. Daarnaast krijgt u wel uw dividend (1 jaar x € 1,30 x 1000 aandelen): € 1300. Totaal rendement is € 3350. Het rendement is bijna 18%.

2. *Het aandeel noteert aan het einde van de looptijd € 18 of minder*

In dat geval zult u gebruikmaken van uw gekochte putopties. U kunt uw 1000 aandelen Fortis verkopen tegen € 18. De geschreven callopties zullen waardeloos aflopen, aangezien de koper geen gebruik zal maken van zijn verkregen kooprecht. Uitgekeerd dividend heeft u wel ontvangen. Het rendement bestaat dan uit de verkoop van 1000 aandelen Fortis à € 18 = € 18.000.

**DE SYNTHETISCHE  
OBLIGATIE IS EEN  
AANTREKKELIJKE  
EN DEFENSIEVE  
CONSTRUCTIE**



### Best wel riskant, een sprong in het diepe

FOTO: CORBIS

Breng hier de investering in mindering van € 19.750. Het koersverlies is dan € 1750. Wel is het dividend ontvangen ad. € 1300. Totaal rendement is een verlies van € 450, zijnde -/2,3%.

Uiteraard is het mogelijk dat de koers van het aandeel Fortis medio december 2008 tussen de € 18 en € 22 noteert. Dan zullen zowel de call- als de putopties nog enige waarde kunnen hebben. Het sluiten van deze posities kan profijtelijk zijn. Als de callopties teruggekocht zijn, zijn de onderliggende aandelen Fortis vrij verhandelbaar. Uiteraard is het dan ook mogelijk dat u hiermee opnieuw een synthetische obligatie opzet.

**Risico's en kosten:** u loopt tussentijds nog wel een risico. Zo is het mogelijk dat de koper van uw callopties tussentijds zijn recht uitoefent en het dividend opeist. Dit zal deze alleen doen als de callopties in-the-money zijn. Een ander risico is dat Fortis geen dividend uitkeert, hetgeen op dit moment onwaarschijnlijk is.

Het komt ook geregeld voor dat voor de expiratiedatum de koers van het aandeel fors is gestegen of gedaald. Het kan dan profijtelijk zijn om posities voortijdig te sluiten. Toch is dit niet het uitgangspunt bij het aangaan van de synthetische obligatie. Mogelijk dat zelfs het defensieve karakter totaal teniet wordt gedaan door een tussentijdse transactie.

Tot slot twee aandachtspunten. Allereerst de te betalen provisie. Deze kan het rendement flink drukken. Synthetische obligatie zijn daarom vaak pas aantrekkelijk bij wat grotere bedragen. Ten tweede de wenselijkheid om met combinatieorders te werken. Dit wil zeggen dat u met uw bank afspreekt hoeveel u minimaal wilt ontvangen voor de geschreven calloptie en hoeveel u maximaal wilt betalen voor de te kopen putoptie. Doet u dat niet, dan kan het opzetten van een synthetische obligatie uitdraaien op een mislukking. ■

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

## Synthetische obligatie



**O(bligatie) = A(andeel) + P(utoptie) - C(alloptie)**

Uit deze formule blijkt dat de risico-rendementsverhouding van een obligatie gelijksoortig is aan de combinatie van aandelen plus gekochte putopties minus geschreven callopties. Stijgen de aandelen, dan zal de belegger daar door de geschreven callopties maar beperkt van profiteren, dalen de aandelen, dan is dit verlies grotendeels verzekerd door de gekochte putopties.

De winst van de synthetische obligatie bestaat uit een — beperkte — koerswinst op de aandelen plus ontvangen dividend en een eventueel verschil in ontvangen en betaalde optiepremies. Hier past de vergelijking met een obligatie. Het neerwaartse risico is (grotendeels) verzekerd, de periodieke kasstroom (nagenoeg) bekend, de opwaartse potentie is nihil (bij een obligatie) tot gemaximeerd (bij een synthetische obligatie). Het rendement van een reguliere obligatiebelegging is bekend, bij een synthetische obligatie bevindt zich dit tussen een minimum en een maximum.