



Call-warrants sterk overgewaardeerd

Auteur(s):

Horst, J. ter

Veld, C.*

*Beide auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Financiering van de Katholieke Universiteit Brabant.***Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4370, pagina 558, 26 juli 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

Transactiekosten voor het beleggen in call-warrants zijn aanzienlijk lager dan die voor opties. Toch zijn call-warrants aan de dure kant.

Gedurende de laatste jaren heeft de warrant een opmerkelijke comeback gemaakt. Volgens een artikel in Het Financieele Dagblad van 24 januari 2002 stonden op dat moment ongeveer zeventuizend warrants uit op de Euronextbeurzen van Amsterdam, Brussel en Parijs ¹. Meer dan duizend warrants hiervan, om precies te zijn 1047 warrants, waren genoteerd op Euronext Amsterdam. Dit staat in schril contrast tot het aantal warrant-uitgiften dat tot 1999 werd gedaan. In de periode vanaf de Tweede Wereldoorlog tot 1999 is slechts een honderdtal vermogenstitels onder de naam 'warrant' geëmitteerd

Bij deze nieuwe ontwikkeling moet allereerst een belangrijke nuancering worden gemaakt. De term 'warrant' wordt heden ten dage voor een groot aantal verschillende vermogenstitels gebruikt. Traditioneel worden warrants gedefinieerd als door ondernemingen uitgegeven rechten die de mogelijkheid bieden om gedurende een bepaalde periode en tegen een bepaalde prijs een of meer nieuw uit te geven aandelen te kopen bij de desbetreffende onderneming. Echter, als we naar de warrants kijken die op dit moment in de Officiële Prijscourant worden genoemd, blijkt dat slechts een drietal warrants aan die definitie voldoet. De andere warrants zijn dus feitelijk geen echte warrants. De meeste van deze andere warrants zijn uitgegeven onder de naam 'call-warrants'. In dit artikel zullen wij ons beperken tot deze call-warrants, die feitelijk bijzondere opties zijn ².

Vergelijking met opties

Het is zinvol om de verschillen en overeenkomsten met opties genoteerd op de optiebeurs (in het vervolg aan te duiden als opties) aan te geven. Call-warrants hebben met opties gemeen dat ze recht geven op de koop van bestaande aandelen of de koop van mandjes bestaande aandelen of op de 'koop van een index'. In het laatst-genoemde geval is er geen sprake van een levering van de aandelen in de index, maar wordt het verschil tussen de stand van de index en de uitoefenprijs in contanten afgerekend. Call-warrants kennen echter ook verschillen ten opzichte van opties. Het aantal contracten is bijvoorbeeld vast en niet flexibel zoals bij opties. Daarnaast is het niet mogelijk om deze call-warrants te schrijven, terwijl dit wel mogelijk is voor opties ³.

Historie

Ofschoon de populariteit van de call-warrants van recente datum is, gaat de geschiedenis in Nederland terug tot 1986. In dat jaar gaf Robeco zogenaamde 'Falcons' op Koninklijke Olie uit. Door middel van deze 'Falcons' konden bestaande aandelen Koninklijke Olie tegen een bepaalde uitoefenprijs en gedurende een bepaalde uitoefenperiode worden gekocht bij Robeco. In de periode van 1986 tot en met 1998 hebben enkele uitgiften van call-warrants in Nederland plaatsgevonden. Deze uitgiften geschieden onder verschillende namen zoals bijvoorbeeld 'covered warrants', 'Eagles', 'covered call warrants' en 'basket warrants' ⁴. De grote populariteit begon medio 1998 met enkele uitgiften door grote effectenbanken. Tot op de dag van vandaag is de populariteit groot, hetgeen heeft geleid tot de meer dan duizend noteringen op Euronext Amsterdam.

Het eerder genoemde artikel in Het Financieele Dagblad meldt dat call-warrants met name populair zijn bij kleine beleggers. Gesteld wordt dat in Parijs meer dan zeventig procent van de warrants aan particuliere beleggers wordt verkocht en dat die aantallen hoger liggen voor Nederland en België. Een interessante vraag is of de call-warrants geschikte beleggingsinstrumenten zijn voor particulieren. Deze vraag is met name interessant gegeven het feit dat Amsterdam eveneens een goed functionerende optiebeurs heeft. In dit artikel besteden we aandacht aan de voor- en nadelen die call-warrants als beleggingsinstrumenten hebben ten opzichte van opties die op de optiebeurs worden verhandeld.

Voordelen

Een belangrijk voordeel van het beleggen in call-warrants is het grote scala aan onderliggende waarden dat beschikbaar is. Zo zijn er warrants die recht geven op de koop van buitenlandse aandelen zoals Adidas, Amazon, bmw en Ericsson. Daarnaast zijn er warrants die recht geven op de koop van mandjes aandelen (bijvoorbeeld Financials, Mobile Phone, Food en Drink, enzovoorts). Andere warrants hebben betrekking op buitenlandse aandelenindices. Het aantal onderliggende waarden op de optiebeurs is aanzienlijk beperkter. Een

belegger die bijvoorbeeld wil speculeren op de prijsbewegingen van aandelen van herverzekeraars kan één van de call-warrants van abn amro kopen op 'Basket Reinsurance Companies'. Een dergelijke mogelijkheid is niet aanwezig op de optiebeurs.

Een ander verschil is dat het makkelijker is om te beleggen in warrants. Teneinde in opties te kunnen handelen is het noodzakelijk om een speciale optie-overeenkomst af te sluiten. Dit is niet nodig voor warrants. Daarnaast is het met warrants mogelijk om in kleine aantallen te handelen. Een enkel optiecontract heeft betrekking op honderd onderliggende aandelen. De meeste warrants die worden verhandeld hebben een warrant-ratio die lager ligt dan één. Dat betekent dat meestal meerdere warrants nodig zijn om één aandeel te kunnen kopen. Deze lage warrant-ratio impliceert dat het met warrants makkelijker is om in kleine aantallen te handelen. Daarnaast is een warrantbelegger meer flexibel. Het is mogelijk om bijvoorbeeld om rechten te verwerven op de koop van honderdvijftig aandelen. Dat zou bij opties niet mogelijk zijn.

Een laatste voordeel is dat de transactiekosten voor opties hoger zijn dan voor call-warrants. Transactiekosten voor opties worden berekend per contract. In het geval van warrants wordt in het algemeen een (relatief laag) vast bedrag per transactie gerekend. Daarnaast wordt een percentage berekend over de marktwaarde van de transactie. Dit betekent dat met name warrants die relatief goedkoop zijn per recht op de koop van één aandeel lage trans-actiekosten hebben. De totale marktwaarde voor de koop van bijvoorbeeld honderd aandelen is dan relatief laag, hetgeen de basis is voor de berekening van de transactiekosten. Zoals eerder vermeld, is bij opties het bedrag alleen afhankelijk van het aantal rechten dat wordt verhandeld. De trans-actiekosten worden betaald per contract van honderd rechten. Aangezien de kosten per optie-contract aan de hoge kant zijn, komen wij in een recent onderzoek tot de conclusie dat de transactiekosten voor callopties aanzienlijk hoger kunnen zijn dan voor call-Warrants ⁵. Hierbij vinden wij dat met name call-warrants die relatief goedkoop zijn per recht op de koop van één aandeel relatief lage transactiekosten kennen ten opzichte van callopties ⁶.

Nadelen

Een belangrijk nadeel van call-warrants is dat ze aan de dure kant zijn. Dit wordt regelmatig gesuggereerd in de financiële pers ⁷. In het bovengenoemde werkdocument hebben wij getracht om deze stelling te toetsen. In dit artikel hebben wij de prijsvorming onderzocht van call-warrants op aandelen, waarop tevens langlopende callopties worden verhandeld. Op deze wijze is het mogelijk om de waardering van de warrants te toetsen op basis van de waardering van de langlopende callopties. In het onderzoek vinden wij dat de call-warrants gemiddeld maar liefst 28 procent 'te duur' zijn. Deze overwaardering kan deels worden verklaard door de verschillen in transactiekosten. Echter, zelfs als deze verschillen in aanmerking worden genomen, blijkt de overwaardering aanzienlijk te zijn.

Wij denken dat de prijsverschillen dan ook mede door twee andere factoren kunnen worden verklaard. De eerste factor is dat het niet mogelijk is om de prijsverschillen weg te arbitreren. De warrants zijn te duur, maar het is niet mogelijk om warrants te schrijven. Met andere woorden, er is sprake van een overwaardering, maar deze kan niet worden opgelost door een short positie in te nemen in de overgewaardeerde vermogenstitel. De tweede factor is wellicht het feit dat beleggers warrants onterecht anders percipiëren dan opties. Deze factor verklaart wellicht de grote populariteit die call-warrants in de laatste jaren hebben verworven. Een grote groep particuliere beleggers associeert call-warrants (ten onrechte) met minder risico dan call-opties en is daarom expliciet of impliciet bereid om meer voor de call-warrants te betalen.

Conclusies

Call-warrants vormen een interessante aanvulling op het beleggingsassortiment voor particuliere beleggers. Ze bieden mogelijkheden die niet altijd bereikbaar zijn met opties. Daarnaast zijn de transactiekosten voor het beleggen in call-warrants aanzienlijk lager dan de transactiekosten voor opties. Hier staat echter een belangrijk nadeel tegenover. De call-warrants zijn aan de dure kant. Indien opties op dezelfde onderliggende waarde beschikbaar zijn is het vaak verstandig voor particuliere beleggers om eerst naar de opties te kijken

¹ Zie Exotisch product zet toon op de beurs, Het Financieele Dagblad, 24 januari 2002.

² Andere warrants die in de gelijknamige rubriek in de Officiële Prijscourant worden genoemd zijn 'put-warrants' en 'discount rights'. Put-warrants zijn vergelijkbaar met call-warrants met dien verstande dat ze recht geven op de verkoop van een bepaalde onderliggende waarde. Discount rights zijn aandelen gecombineerd met een geschreven calloptie. De calloptie geeft het recht aan de uitgevende partij om het aandeel terug te kopen van de houder van de discount recht. Zie F. de Jong, H. Koster en A. van Leijenhorst, Derivaten in consumentproducten, ESB, 28 juli 2000, blz. 589-591 voor een analyse van de discount rights.

³ Voor de verschillen tussen warrants en opties zie bijvoorbeeld Zijn warrants iets voor u?, Euronext, nr. 3, september 2001, blz. 12-19.

⁴ Zie P.J.W. Duffhues en C. Veld, Warrants, met bijzondere aandacht voor 'covered', 'basket'- en 'index'-warrants, in: P.J.W. Duffhues en J.G. Groeneveld (red.), Financiële instrumenten, deel 1: financiering, belegging en risicobeheersing, Kluwer Bedrijfsinformatie, 1997, blz. 171-201.

⁵ Zie J. ter Horst en C. Veld, Behavioral preferences for individual securities: the case for call warrants and call options, werkdocument, Katholieke Universiteit Brabant, juni 2002.

⁶ Hierbij moet dan aan een prijs tot twee euro worden gedacht voor een recht op de koop van één aandeel.

⁷ Zie Beurshausse leidt tot te dure warrants, Het Financieele Dagblad, 20 juni 1998 en Warrant-belegger moet op de kleintjes letten, Het Financieele Dagblad, 16 juni 2001.