

# Opties

## Historie en perspectief

MR. E. A. BROUWER\*

Het verhandelen van opties in de vorm van z.g. premiecontracten is al een oude bezigheid, maar de eerste speciale beurs voor opties, de Chicago Board Options Exchange, werd pas in 1973 opgericht. Daarna gingen diverse aandelenbeurzen eveneens tot het verhandelen van opties op aandelen over. In Amsterdam werd in 1978 een speciale optiebeurs geopend, de European Options Exchange. De handel in opties via de beurs is een buitengewoon succes gebleken. De optie bezit een aantal zeer interessante toepassingsmogelijkheden die haar tot een gewild object voor beleggers maken. In dit artikel wordt uiteengezet wat opties zijn, welke vormen voorkomen en wat de toepassingsmogelijkheden ervan zijn.

### Inleiding

Het zal niemand verbazen dat de New York Stock Exchange de grootste effectenbeurs ter wereld is. Criterium hierbij is de totale waarde van de effecten die aan een beurs worden verhandeld. Het zou interessant zijn U te laten raden naar de nummer 2. U denkt wellicht aan de American Exchange of aan de beurs van London of van Tokyo. Nee, de tweede plaats wordt ingenomen door de Chicago Board Options Exchange (CBOE). De optiebeurs van Chicago is een financieel wonderkind. Zij werd opgericht in 1973 en thans na tien jaar worden er gemiddeld per dag opties op 25 miljoen aandelen verhandeld. Het is dan ook de moeite waard eens na te gaan wat opties zijn en wat men er mee kan doen.

### Historie

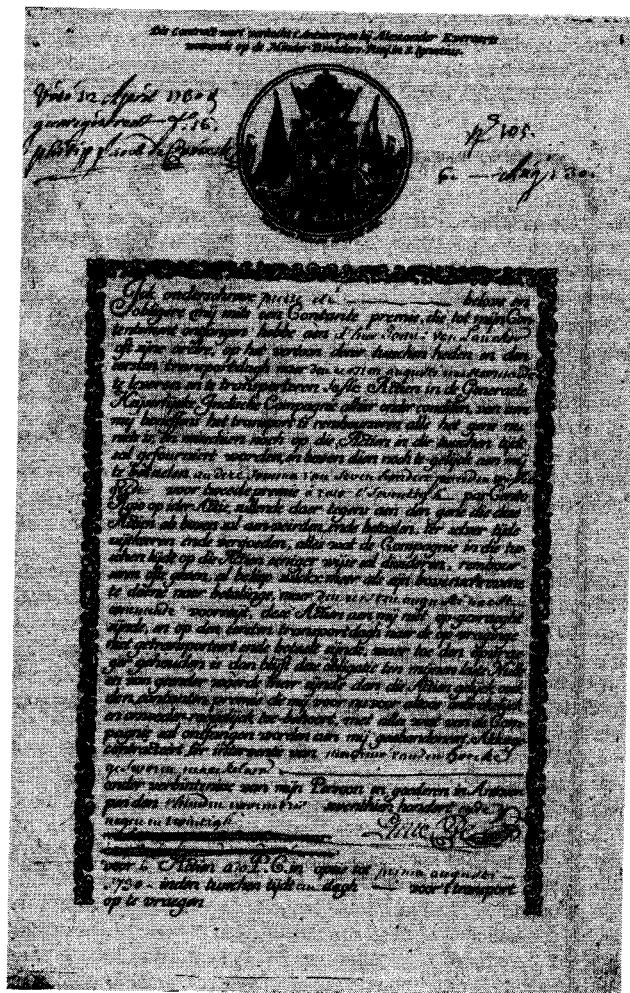
De optie-overeenkomst is een contract tussen twee partijen waarbij de koper tegen betaling van een prijs — premie genaamd — van de verkoper gedurende een bepaalde tijd zekere rechten verkrijgt. Thales van Milete, levend van 624 tot 543 vóór Christus en één van de zogenoemde „Zeven Wijzen”, deed volgens Aristoteles reeds goede zaken in opties. In een jaar dat hij verwachtte dat de olijfoogst zeer groot zou uitvallen, nam hij opties op vrijwel alle beschikbare olijfpersen in de buurt. Toen bleek dat hij het bij het rechte eind had gehad, heeft hij deze opties met grote winst aan de olijfoeren doorverkocht. Deze wijsgeer, bekend om zijn „Ken U zelve”, wist dus ook reeds wat opties waren. In de Gouden Eeuw werden in Amsterdam opties verhandeld op scheepsladingen en later ook op tulpenbollen. Tegen het eind van de zeventiende eeuw begon in Londen de handel in opties op aandelen.

Praktisch ieder effectencentrum kent sinds jaar en dag in de een of andere vorm handel in opties (voor een voorbeeld zie het gereproduceerde contract uit 1729). In Amsterdam werden dit soort transacties als premie-affaires aangeduid, waarbij te onderscheiden zijn de zogenoemde hausse- en baissepremies.

### Premiecontract

Het premiecontract had naast duidelijke voordelen echter ook aperte bezwaren. In iedere premie-overeenkomst moest worden bepaald het aantal aandelen waarop de koper recht kreeg. Ook de uitoefenprijis waartegen het contract kon worden afgewikkeld, was van geval tot geval verschillend. Als expiratiedatum kon elk willekeurig

Optiecontract uit 1729.



\* Oud-voorzitter van de directie van de Robeco-groep.

moment worden overeengekomen. Op deze wijze was b.v. Robeco vóór de opening van de optiebeurs van Chicago reeds met premiecontracten bezig.

Het tussentijds beëindigen van een premiecontract was echter meestal onmogelijk. De oplossing was het afsluiten van een contract tegengesteld aan de oorspronkelijke overeenkomst. Dat waren nooit precieze afdekkingen, maar meestal contracten, waarbij de uitoefenprijs en de termijn in de buurt lagen van het basiscontract. Een heel gedoe dus. Bovendien liep men bij deze overeenkomsten altijd het risico van de solvabiliteit van de tegenpartij.

### Optiecontract

Al deze bezwaren kwamen te vervallen door het instellen van een beurs in opties. Om de handel ter beurse mogelijk te maken, moest wel een aantal vernieuwingen worden ingevoerd. Het initiatief hiertoe werd genomen op de grootste goederenbeurs ter wereld, de Chicago Board of Trade. Technieken die gebruikelijk waren op de goederentermijnmarkten, ging men overbrengen naar de optiehandel.

Voor de verhandeling ter beurse was het in de eerste plaats noodzakelijk dat de optie-overeenkomst van een speciestransactie tot een generieke overeenkomst werd omgevormd. Dit geschiedde door de variabelen in het contract te standaardiseren:

- het aantal aandelen waarop het optiecontract betrekking heeft, werd gesteld op honderd. Bij de optiebeurs in Amsterdam werd in enkele gevallen een ander aantal gekozen;
- de expiratedatum werd gestandaardiseerd. Er werden per jaar vier vervaldatum vastgesteld. De handel vindt plaats in contracten vervallende op één van de drie eerstvolgende data. Vroeger werd wel bepaald dat het optierecht uitsluitend bij afloop van de termijn kon worden uitgeoefend. Dit heette de „Europese” optie. Bij de ter beurse verhandelde opties kan het optierecht echter te allen tijde worden uitgeoefend tot en met de vervaldatum. Dit noemt men wel de „Amerikaanse” optie;
- er werden vaste uitoefenprijzen gekozen, welke werden afgestemd op de beurskoers van het fonds.

De vierde variabele, die overblijft, is de prijs van de optie. Op de beurs komt deze prijs door openlijk loven en bieden tot stand.

De tweede grote vernieuwing in het optiecontract werd de tussenschakeling van het clearinginstituut. Het centrale clearinginstituut vormt een buitengewoon belangrijk onderdeel van de beurshandel in opties. Naast de feitelijke „clearing” — de administratieve verwerking van de transacties — garandeert dit instituut in feite alle optiecontracten die op de voorgeschreven wijze tot stand zijn gekomen. De directe band tussen de oorspronkelijke koper en verkoper op de beursvloer wordt verbroken en vervangen door twee contractuele verbindingen te weten enerzijds tussen clearinginstituut en koper en anderzijds tussen clearinginstituut en verkoper van de optie. Het clearinginstituut wordt via de clearingleden tegenpartij van zowel de koper als de verkoper van het optiecontract. Door deze vernieuwing is ook het solvabiliteitsprobleem opgelost. Voor de beschrijving van de organisatie van clearinginstituut en beurshandel moge naar de betreffende publicaties worden verwezen. Hier zij volstaan met op te merken dat de verhandeling ter beurse, mogelijk geworden door het standaardiseren en garanderen van het optiecontract, tot een explosieve groei van het verschijnsel optie heeft geleid.

### De twee optievormen

Wat verklaart echter het succes van de optie en wat is haar maatschappelijke functie? Alvorens deze vraag te beantwoorden is het wenselijk de twee optievormen en hun gebruik wat nader te bekijken. Er zijn „call”-opties en „put”-opties.

Bij de call-opties op aandelen heeft de koper gedurende de looptijd van de optie het recht per contract honderd aandelen voor de bepaalde opvraagprijs te kopen. De verkoper van de call-optie heeft de plicht bij opvraag te leveren. Bij de put-optie heeft de koper gedurende de looptijd het recht per contract honderd aandelen tegen de afgeproken uitoefenprijs te verkopen. Zijn tegenpartij, de verkoper van de put-optie, heeft de plicht, wanneer de aandelen hem worden aangeboden, deze tegen de afgesproken uitoefenprijs te aanvaarden.

Degeen die hogere koersen verwacht, heeft de keus tussen het kopen van een call of het verkopen — in beursterminologie „schrijven” — van een put. Verwacht hij lagere koersen dan heeft hij keus tussen het verkopen — schrijven — van een call of het kopen van een put.

Alle opties die betrekking hebben op één en dezelfde categorie — een bepaald aandeel, een bepaalde obligatie, goud, zilver of een valuta — behoren tot één „klasse”. Binnen één optieklasse onderscheiden wij verscheidene optieseries. De series verschillen in looptijd en opvraagprijs.

Het optiecontract kan op drie manieren aan zijn eind komen:

- de koper van de optie oefent zijn recht uit. De koper van een call-optie zal dit doen wanneer hij hierdoor de aandelen goedkoper verkrijgt dan bij aankoop ter beurse. De koper van een put-optie zal zijn recht uitoefenen wanneer hij hierdoor zijn aandelen tegen een prijs hoger dan de beurskoers kan verkopen;
- het optierecht wordt niet uitgeoefend. De koper van een call-optie zal zijn recht niet uitoefenen wanneer hij ter beurse goedkoper terecht kan en de koper van een put zal van zijn optierecht geen gebruik maken wanneer hij ter beurse voor zijn aandelen een betere prijs kan maken. Het optierecht is dan waardeloos geworden;
- een optie-overeenkomst kan ook worden beëindigd door het afsluiten van een tegengestelde transactie. De koper van een optie — openingstransactie — kan besluiten een identieke optie te verkopen — sluitingstransactie. Deze twee transacties worden dan tegen elkaar weggestreept. Ook de verkoper van een optie kan een identieke optie terugkopen. Deze twee transacties worden eveneens tegen elkaar weggestreept. Het verschil tussen koop- en verkoopprijs is dan de winst of het verlies van de optiegebruiker. Deze methode wordt veel toegepast ter vermindering van de betrekkelijke hoge provisie op aankoop van effecten, welke moet worden betaald bij de uitoefening van het optierecht.

### Wat kan men met opties doen?

Bij velen komt de vraag op: zijn opties niet louter speculatie? Is de optiebeurs niet het casino van de effectenwereld? Het antwoord is dat het werken met opties op zich zelf geen speculatie is. Alles hangt af van de intentie van de gebruiker. Hetzelfde geldt voor de effectenbeurs. Daar kan men beleggen, maar ook speculeren. De optie kan een middel tot speculatie zijn, maar eveneens een zeer nuttig hulpmiddel bij het beleggen. Met opties kan men risico's aanvaarden, maar ook risico's beperken. De maatschappelijke functie van de optiemarkt is dat een herverdeling plaatsvindt van het economisch risico dat verbonden is aan het bezit van de onderliggende waarde, hetzij effecten, hetzij edele metalen of valuta's. Laat ons enkele toepassingsmogelijkheden eens wat nader bezien.

**Koerswinst.** De optie kan worden gebruikt voor het behalen van maximale koerswinst. Voor vele particulieren is de aantrekkelijkheid van de optie dat men met een beperkt bedrag bij een veel grotere onderliggende waarde belang kan nemen. De optie vertoont hierbij het hefboomeffect. Daardoor kan men met een beperkt bedrag relatief veel verdienen, terwijl het risico beperkt blijft tot het bedrag dat men aan de optie heeft besteed. Wil men echter het voordeel van het beperkte risico genieten, dan moet men zich onthouden van het verkopen van opties op onderliggende waarden die men niet bezit.

**Risicobeperking.** Opties kunnen ook worden gebruikt om het koersrisico dat verbonden is aan het bezit van de onderliggende waarde, af te dekken. Vaak zal degeen die een flinke koerswinst op zijn effecten heeft behaald en nog vol hoop is voor de toekomst de behaalde koerswinst tegen betaling van een geringe premie veilig stellen door het kopen van een put-optie.

**Rendement.** Door gebruik te maken van opties kan men ook een extra rendement op de onderliggende waarden verkrijgen. Om dit te bereiken wordt veelal een zeer conservatieve strategie toegepast. Men verkoopt call-opties op aandelen die men in portefeuille heeft en kiest hierbij een uitoefenprijs die vlak bij de geldende beurskoers ligt. Men koopt deze opties dan terug wanneer de termijn bijna verstreken is. Op datzelfde ogenblik verkoopt men op hetzelfde fonds weer call-opties met een expiratedatum die verder in de toekomst ligt. De grondslag van deze strategie is, dat hoe dichter de einddatum van een optie nadert des te meer er van een overspannen verwachting vervluchtigd is. De conservatieve belegger kan hiervan gebruik maken.

**Vóórbelegging.** Opties kan men ook kopen als vóórbelegging.

Het kan voorkomen dat een belegger op een zeker moment belegging in obligaties aantrekkelijk vindt, maar op dat betreffende moment niet over voldoende contanten beschikt om een rechtstreeks belang te nemen. De institutionele belegger weet echter over welke bedragen hij in de naaste toekomst de beschikking zal krijgen. In een dergelijk geval kan de belegger, wanneer hij meent dat de gunstige situatie slechts tijdelijk is, besluiten terstond een belang te nemen door middel van het kopen van opties. Op het moment dat het verwachte geldbedrag ter beschikking komt, kan hij de optie omzetten in de gewenste obligaties.

**Bij verkoop van aandelen.** Opties kan men ook gebruiken als beleggingsinstrument bij de verkoop van aandelen. Hierbij wil ik één mogelijkheid noemen. Men gaat er bij voorbeeld van uit dat het aandeel relatief hoog staat en men meent ook dat er weinig onmiddellijk risico van dalen aanwezig is. Men is voorts bereid op ongeveer de vigerende prijs te verkopen. Voor de hand ligt nu de verkoop van een call-optie met een uitoefenprijs die in de buurt van de geldende koers ligt. Worden de aandelen opgevraagd, dan heeft men ze verkocht tegen een prijs die hoger ligt dan waartoe men bereid was te verkopen. Worden ze niet opgevraagd, dan heeft men zijn kostprijs verlaagd.

**Bij aankoop van aandelen.** Ook bij aankoop van aandelen kunnen opties als beleggingsinstrument worden gebruikt. De belegger kan in plaats van aandelen ook opties kopen. In opzet is het kopen van opties veel riskanter dan de directe aankoop van aandelen. Toch behoort deze methode niet uitsluitend speculatief te worden toegepast. Zij kan wel degelijk ook op conservatieve wijze worden gebruikt. Dan moet deze strategie echter wel worden toegepast binnen duidelijk van te voren aangegeven grenzen. Tegenover elke agressieve daad zal dan een duidelijke conservatieve tegenzet moeten staan. Tot deze strategie kan de belegger overgaan nadat hij de twee volgende mogelijkheden heeft overwogen:

- voor het totaal te beleggen bedrag rechtstreeks aandelen kopen;
- voor bij voorbeeld 10% van dit bedrag opties kopen en de resterende 90% beleggen in eerste klas rentedragend papier. Men noemt een dergelijke constructie wel een synthetische converteerbare obligatie.

**Beperking van valutarisico.** Men kan ook opties kopen met de bedoeling valutarisico te beperken. Door de aankoop van opties op aandelen wordt aanmerkelijk minder geld in een valuta gebonden dan door de directe aankoop van de buitenlandse aandelen zelf. Franse institutionele beleggers maken van deze mogelijkheid vaak gebruik. In plaats van in Amerikaanse aandelen te beleggen kopen zij dan opties op de beurs van Chicago.

## Optiebeurzen

Het initiatief tot de oprichting van een optiebeurs werd, zoals wij zagen, genomen in Chicago. Na een voorbereiding van vijf jaar was op 26 april 1973 de oprichting van de Chicago Board Options Exchange een feit. Toen het succes van de CBOE was gebleken gingen de American Stock Exchange, de Philadelphia Stock Exchange en de Pacific Stock Exchange naast aandelen ook opties op aandelen verhandelen. Amsterdam volgde het voorbeeld van Chicago en stichtte een afzonderlijke beurs voor opties. De European Options Exchange startte de handel op 4 april 1978. Na een wat moeizaam begin is ook de optiebeurs te Amsterdam een glorieus succes geworden, hetgeen uit onderstaande tabel 1 moge blijken.

Tabel 1. Omzetontwikkeling van de European Options Exchange te Amsterdam

Omzet	1982	1981	1980	1979	1978
Aantal contracten . . . .	1.503.252	1.043.581	709.893	476.593	187.456
Betaalde premie (in gld. × 1.000) . . . . .	492.390	398.433	389.736	180.296	100.563
Gemiddelde dagomzet (in contracten) . . . . .	5.918	4.125	2.817	1.899	997

In de eerste zes maanden van 1983 is de gemiddelde dagomzet gestegen tot 14.378. De dynamiek van Amsterdam is opvallend. Toen bleek dat opties op niet-Nederlandse aandelen door het chauvinisme van onze buurlanden niet van de grond kwamen, zocht en

vond de EOE nieuwe wegen. In 1981 introduceerde de EOE als eerste opties op goud en opties op obligaties. Vooral de obligatie-opties werden vrijwel onmiddellijk een groot succes. De American Stock Exchange volgde later met de introductie van opties op Treasury-papier. Naar Amerikaanse maatstaven is dit tot nu toe geen groot succes geworden, waarschijnlijk omdat het onderliggende Treasury-papier niet op een effectenbeurs wordt verhandeld. Wat de goudopties betreft kwam er in 1982 een samenwerking tussen Amsterdam, Montreal en Vancouver tot stand. Dezelfde goudopties worden nu na elkaar op deze drie beurzen verhandeld. Daarbij wordt gebruik gemaakt van één te Amsterdam gevestigde clearingorganisatie. In 1983 introduceerde de EOE wederom in samenwerking met Montreal en Vancouver zilveropties en kort daarna valuta-opties. In september jl. volgde de introductie van opties op een door de EOE samengestelde aandelenindex.

## Perspectief

Om de optiehandel goed te laten functioneren zijn vele specialisten nodig. Op de beurs zelf zien wij de „marketmaker”, de „floorbroker” en het team in vaste dienst bij de beurs, maar ook bij de banken en commissieairs zijn velen met opties bezig. Ieder die een functie in de optiewereld kan krijgen, zal zich afvragen: „Heeft de optie wel toekomst?”. Voorts zijn er ook voortdurend investeringen nodig en dan rijst dezelfde vraag.

Zoals tabel 2 laat zien, is de ontwikkeling van de omzet in opties, zowel in de Verenigde Staten als in Amsterdam, zeer bemoedigend. Door de oprichting van optiebeurzen is het massale gebruik van opties mogelijk geworden. Verdere popularisering is zeer wel denkbaar. De optiebeurs te Chicago verwacht dat de omzet in de komen-

## Levendige handel op de Amsterdamse effectenbeurs



**Tabel 2. Aantallen verhandelde contracten per jaar op enkele optiebeurzen**

	CBOE (Chicago)	EOE (Amsterdam)	Londen
1973	91.990		
1974	2.900.184		
1975	10.197.404		
1976	19.106.946		
1977	22.485.545		
1978	28.986.502	187.456	128.300
1979	33.537.330	476.593	224.300
1980	42.638.682	709.893	254.700
1981	56.336.222	1.043.581	332.800
1982	63.164.174	1.503.252	485.400

Toelichting: De CBOE-jaren eindigen op 30 juni. Omzetten Philadelphia waren als volgt: 1982: 3.399, eerste helft 1983: 56.502 en juli 1983: 10.911.

De vergelijking met Londen is interessant, omdat deze omzetontwikkeling beter te vergelijken is met de EOE. Het volume t/m juli 1983 was in Londen 428.000 contracten, bij de EOE 2.260.400 stuks.

de drie jaar met 10 tot 15% per jaar zal toenemen. Op grond hiervan heeft de CBOE besloten tot het bouwen van een nieuwe beurs, die inclusief inrichting meer dan 65 miljoen dollar zal kosten. De EOE te Amsterdam spreekt geen concrete verwachtingen uit maar blijft ook vol vertrouwen voor de toekomst. Op welke factoren zijn deze verwachtingen gebaseerd?

De optiebeurs is een nieuwe figuur tussen de effectenbeurs en de goederentermijnmarkt. In vergelijking met de effectenbeurs maakt de optiebeurs het verwerven van een belang waarmede „gespeeld” kan worden, zeer gemakkelijk. De termijnmarkt is bij uitstek de markt voor de beroepshandelaar en de grote speculant. Op de termijnmarkt wordt — in tegenstelling tot de optiebeurs — daadwerkelijk gekocht. Wanneer U op termijn varkens koopt en U neemt niet tijdig maatregelen, dan komen deze varkens ook daadwerkelijk op U af! Voor de optiebeurs met zijn risicobeperking is tussen de contante markt en deze termijnmarkt een ruime plaats.

Voor de toekomst van de optiebeurs is ook van belang dat steeds meer institutionele beleggers gebruik van haar gaan maken. In de Verenigde Staten nam sinds 1978 het aantal staten, waar verzekeringsmaatschappijen bij hun beleggingen opties mogen gebruiken toe van 17 tot 24. In Amsterdam is met de introductie van obligatie-opties de belangstelling van institutionele beleggers voor opties enorm toegenomen. Deze grotere belangstelling van de instituten blijkt ook uit de toeneming van het aantal contracten per beursorder.

De EOE heeft laten zien dat opties niet alleen een geschikt medium zijn bij effecten. De introductie van opties op edele metalen en valuta's opent nieuwe perspectieven. Onderzocht zal moeten worden in welke gevallen nog meer plaats is voor opties naast de contante en de termijnhandel.

De handel in opties blijkt zich te concentreren op één hoofdmarkt. Vele beurzen naast elkaar, waar contracten op dezelfde onderliggende waarde worden verhandeld, blijken geen bestaansrecht te hebben. Wel zin hebben beurzen met een zelfde produkt in verschillende tijdzones. Dan is het echter wel gewenst dat er door inschakeling van één clearinginstituut sprake is van een identiek optiecontract. De samenwerking van Amsterdam met Montreal en Vancouver is hier een voorbeeld van en stellig voor uitbreiding vatbaar.

Wij kunnen constateren dat er in de optiewereld vele mogelijkheden zijn, maar mogelijkheden moeten ook worden gegrepen. De optiebeurzen in de Verenigde Staten hebben in onderlinge concurrentie de optie tot big business gemaakt. In Europa heeft Amsterdam de leiding. De EOE blijkt door goede onderlinge samenwerking steeds weer nieuwe mogelijkheden te vinden. De introductie van de eigen EOE index-optie is hier het jongste voorbeeld van, maar stellig niet het laatste. Vertrouwen in de toekomst van de opties is dan ook volop gewettigd.

**E. A. Brouwer**