



Particuliere belegger buiten spel bij expiratie opties

Auteur(s):

Assem, M.J., van den

De auteur is verbonden aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij dankt G.T. Post, N.L. van der Sar, W.N. van Vliet, J.J. de Gijt en anderen voor nuttige tips.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4344, pagina 64, 25 januari 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Vraag een willekeurige belegger wanneer opties op aandelen aflopen en de kans is groot dat het antwoord zal zijn: op de derde vrijdag van de maand. Fout, maar niet verwonderlijk. Het werkelijke moment is de zaterdag erna, maar de meeste effecteninstellingen onthouden hun cliënten de mogelijkheid tot die dag opties te benutten. De particuliere belegger kan hierdoor flink wat rendement mislopen.

Aandelenopties hebben officieel een looptijd tot één uur op de zaterdagmiddag na de derde vrijdag van de maand¹. Wil een belegger echter zijn optie niet uitoefenen maar verkopen, dan moet hij dit vrijdag voor sluiting van de beurs doen. Vanwege de aanzienlijke administratieve verplichtingen voor de betrokken effecteninstelling die aanvankelijk gepaard gingen met het uitoefenen van opties, werd ooit de uitlooptermijn tot zaterdag ingesteld. De meeste banken bieden hun cliënten de mogelijkheid tot het uitoefenen van opties op zaterdag echter niet. Mochten zich naburs belangrijke ontwikkelingen voordoen, dan kan deze buitenspelpositie letterlijk een gemiste kans voor open doel betekenen. Wat er na vrijdagmiddag met waardevolle optiecontracten gebeurt, is bovendien niet altijd duidelijk.

Centraal in dit artikel staat het rendement op opties dat beleggers kunnen mislopen doordat ze de uitlooptermijn op zaterdag niet kunnen benutten. Allereerst zal de relevantie van het onderwerp uiteen worden gezet. Vervolgens wordt geïnventariseerd welke mogelijkheden de verschillende Nederlandse effecteninstellingen hun cliënten bieden ter zake van de uitlooptermijn. Hierna zal worden ingegaan op de wenselijkheid van uniformering en uitbreiding van uitoefeningsmogelijkheden. Afgesloten wordt met enkele beleidsaanbevelingen voor de betreffende toezichthouders.

Afwachten kan lucratief zijn...

Als een optie op basis van de slotkoers van vrijdag *at-the-money* of net *out-of-the-money* is (zie kader), kunnen de ontwikkelingen na sluiting van de handel ervoor zorgen dat uitoefening op zaterdag alsnog aantrekkelijk wordt². Denk bijvoorbeeld aan winstwaarschuwingen naburs, een aanzienlijke stijging of daling van de indices op Wall Street (de handel op Amerikaanse beurzen vindt grotendeels plaats nadat de beurs in Amsterdam is gesloten), een belangrijke gerechtelijke uitspraak, een kritisch artikel in een veelgelezen zaterdagkrant, onverwachte rentestappen van het Amerikaanse stelsel van centrale banken of een overnamebod. Dergelijke nieuwsfeiten kunnen van onmiskenbare invloed zijn op de waarde van een aandeel. Een belegger die zulke ontwikkelingen kan meenemen in zijn beslissing tot al dan niet uitoefenen van een optie doet er onbetwist zijn voordeel mee. Twee voorbeelden illustreren dit.

Voorbeeld a

Veronderstel dat belegger X in bezit is van tien expirerende callopties op aandeel ABC met een uitoefenprijs gelijk aan € 50. De slotkoers van het aandeel ABC is op de derde vrijdag van de maand € 49,10. De opties zijn op basis van deze koers *out-of-the-money*. Belegger X besluit op vrijdagmiddag niet uit te oefenen. Op de beurs had hij de aandelen immers kunnen kopen voor minder dan vijftig euro en er is geen reden om aan te nemen dat de koers van ABC op maandag hoger zal zijn dan de uitoefenprijs. Verkoop van de opties is onmogelijk, aangezien niemand bereid zal zijn de reglementair bepaalde minimale prijs van vijf eurocent per optie te betalen.

Stel nu dat na sluiting van Wall Street om tien uur 's avonds Nederlandse tijd een Amerikaanse concurrent bekend maakt dat zij een overnamebod op alle uitstaande aandelen ABC uitbrengt van zeventig euro per aandeel. Onze belegger leest dit bericht dezelfde avond op teletekst of de volgende dag in zijn ochtendkrant en beseft dat uitoefening van zijn opties plotseling bijzonder lucratief is geworden. Het is zeer aannemelijk dat de koers van het aandeel op maandag slechts een beperkt aantal procenten onder het bod noteert, bijvoorbeeld € 65. Dit is fors hoger dan de aanvankelijk onaantrekkelijke uitoefenprijs. Met de tien opties is de belegger in staat om duizend aandelen te kopen tegen betaling van € 50.000. Hij zou dan, na uitoefening op zaterdag en verkoop van de verkregen aandelen op maandag, vrijwel onmiddellijk een koerswinst realiseren van vijftien euro per aandeel. Zou belegger X na sluiting van Wall Street de optie niet hebben kunnen uitoefenen, dan was hij een opbrengst van naar verwachting ongeveer € 15.000 misgelopen.

Voorbeeld b

Veronderstel dat een andere belegger, Y, in bezit is van tien expirerende putopties op hetzelfde aandeel als in het vorige voorbeeld. De uitoefenprijs bedraagt € 52,50. Tevens bezit belegger Y duizend aandelen ABC. De putopties zijn weliswaar *in-the-money*, maar belegger

Y oefent zijn verkooprecht nog niet uit, want zijn bank biedt hem de mogelijkheid tot zaterdagmorgen uitoefeningsopdrachten aan te leveren. Zo groot is het verschil tussen de slotkoers en de uitoefenprijs immers niet. En wie weet welke ontwikkelingen zich na sluiting van de effectenbeurs zullen voordoen?

Ook belegger Y profiteert van de mogelijkheid om op zaterdag uitoefenopdrachten aan te leveren: het in voorbeeld a beschreven overnamebod doet hem bij nader inzien besluiten niet over te gaan tot uitoefening van zijn opties; de duizend aandelen zullen bij verkoop op de beurs maandagmorgen naar verwachting € 12.500 meer opbrengen³. Had belegger Y geen mogelijkheid gehad tot zaterdagmorgen uitoefen-orders aan te leveren, dan zou hij dit bedrag zijn misgelopen. Rationeel handelen had hem immers doen besluiten zijn aandelen door uitoefening van de optie op vrijdag te verkopen voor € 52,50 per stuk.

...maar bij welke opties?

Het is duidelijk dat in de voorbeelden een buitengewone gang van zaken is beschreven, die zich niet iedere maand voordoet. Ook bij minder koersgevoelige ontwikkelingen nabeurs kan de optimale handelswijze voor een belegger evenwel geheel anders komen te liggen. Het gaat dan om kleinere bedragen per optie, doch het principe blijft gelijk.

Het belang van het kunnen benutten van de uitloopmogelijkheid tot zaterdag is niet voor iedere optieserie gelijk en vooral afhankelijk van het verschil tussen de meest actuele beurskoers en de uitoefenprijs. De nadelen van een beperking zijn minder groot bij opties die op de vrijdag voor expiratie ver in-the-money noteren. Deze opties zijn normaal gesproken vrijwel allemaal al uitgeoefend of gesloten, waardoor het aantal openstaande contracten bij benadering nul bedraagt. Mocht een belegger zijn 'vergeten' ten aanzien van een waardevolle optiepositie actie te ondernemen, dan is middels een regeling in de optie-overeenkomst tussen een belegger en zijn effecteninstelling in veel gevallen een vangnet gespannen. Deze regeling komt in de praktijk neer op het automatisch verkopen (sluiten) van *long*-posities of op automatische uitoefening indien contracten meer dan een bepaald percentage in-the-money zijn. Hoewel aan de effectuering van dergelijke tegemoetkomingen vaak opmerkelijk hoge transactiekosten zijn verbonden, zoals ongelimiteerde automatische verkoopopdrachten of hoge provisie-tarieven, kunnen zij als gewenst en functioneel worden beschouwd.

De schoen wringt met name bij opties die vlak voor sluiting van de beurs *at-the-money* of net *out-of-the-money* noteren. Deze hebben op dat moment een geringe waarde. Ze kunnen daardoor onmogelijk onder een effectieve beschermingsregeling vallen. Omdat het aantal openstaande contracten nog aanzienlijk zal zijn, lopen beleggers met *long*-posities gezamenlijk tot in de miljoenen euro's mis als zij nabeurs of na sluiting van de Amerikaanse beurzen onverwacht waardevolle opties niet meer kunnen verzilveren⁴. Het is daarom belangrijk dat beleggers tot vlak voor expiratie maximale bewegingsvrijheid genieten.

Beleggen in opties

Bij opties draait het om rechten en plichten met betrekking tot het toekomstig kopen of verkopen van aandelen. Wie een optie koopt ('openingskoop'), verwerft een recht. Wie een optie schrijft ('openingsverkoop'), neemt de bijbehorende plicht op zich en ontvangt de door de koper betaalde som, meestal premie genoemd. De schrijver is de tegenpartij van de koper. Zij spelen een 'zero sum game': wat de één aan de optie verdient, verliest de ander.

Men kan twee soorten opties kopen of schrijven: call- en putopties. Een calloptie geeft de koper het recht aandelen tegen een vooraf vastgestelde en gestandaardiseerde prijs (de uitoefenprijs) te kopen; een putoptie geeft het recht aandelen tegen een vaste prijs te verkopen. Optiecontracten hebben een beperkte geldigheidsduur of looptijd. Hoe langer de looptijd, des te hoger de waarde van de optie. Als een belegger in het bezit is van een gekochte optie, wordt gesproken van een *long*-positie in de optie. Wie een *long*-positie heeft, kan twee verschillende acties ondernemen om zijn investering te gelde te maken: de optie op de beurs verkopen ('sluitingsverkoop'; de positie is 'gesloten' via een verkooptransactie) of een beroep doen op het verworven recht. Dit laatste noemt men uitoefenen ('exercising') en is meestal alleen verstandig als de looptijd van de optie bijna ten einde is. Bij uitoefening gaat immers de aanwezige tijd- en verwachtingswaarde verloren, die bij verkoop van de optie wel een opbrengst zou genereren. De tijd- en verwachtingswaarde is positief afhankelijk van de resterende looptijd.

Naast tijd- en verwachtingswaarde heeft een optie een intrinsieke waarde. Deze is afhankelijk van de koers van het onderliggende aandeel. De intrinsieke waarde van een calloptie is gelijk aan de aandelenkoers minus de uitoefenprijs, met een minimum van nul. Bij een putoptie is de rekensom andersom: het verschil tussen de uitoefenprijs en de koers, wederom met een minimum van nul. De intrinsieke waarde is derhalve de meerwaarde die het bezit van een optie verschaft bij directe uitoefening tegen de uitoefenprijs ten opzichte van het rechtstreeks kopen of verkopen van aandelen op de beurs. Een calloptie met een uitoefenprijs van vijftig euro heeft bij een aandelenkoers van 54 euro een intrinsieke waarde van vier euro. Opties die intrinsieke waarde bezitten, typeert men wel als 'in-the-money'. Als de koers van het onderliggende aandeel lager (hoger) is dan de uitoefenprijs van de calloptie (putoptie), noemt men de optie '*out-of-the-money*'. De uitdrukking '*at-the-money*' betekent dat de koers exact of ongeveer gelijk is aan de uitoefenprijs.

Effecteninstellingen schieten te kort

In tabel 1 zijn de mogelijkheden weergegeven zoals die worden geboden door de tien belangrijkste instellingen die beleggers in staat stellen te handelen in opties op Euronext Amsterdam. Opvallend is dat het in acht van de tien beschouwde gevallen onmogelijk is te reageren op ontwikkelingen tijdens en na sluiting van de handel op Wall Street. Effectief wordt de looptijd van opties door deze instellingen hiermee met bijna een hele handelsdag gekort. Er blijken echter ook twee partijen (gemarkeerd met een asterisk) te zijn, die hun cliënten wél tot zaterdag de tijd geven om hun uitoefeningsopdrachten door te geven, namelijk tot tien uur 's ochtends. Dit tijdstip ligt nog altijd vóór het moment waarop de optiecontracten daadwerkelijk aflopen. De kans dat er in de tussenliggende periode belangrijke informatie vrijkomt is echter verwaarloosbaar klein. Op ontwikkelingen tijdens en na sluiting van de Amerikaanse handel heeft men immers al kunnen inspelen.

Het feit dat een tweetal instellingen hun cliënten tot vrijwel het laatste moment de mogelijkheid biedt om uitvoeringsorders door te geven, vormt een sterke aanwijzing dat ook andere aanbieders deze dienst zonder problemen zouden moeten kunnen leveren. Banken die een beleggings- of orderlijn exploiteren, kunnen ongetwijfeld tegen geringe meerkosten hun cliënten op zaterdagmorgen van dienst zijn.

Meer uniformiteit gewenst

De reden dat veel instellingen de mogelijkheden tot uitoefening inperken zal, gegeven de aanwezigheid van enkele partijen met een tot zaterdag uitgebreide regeling, niet gelegen zijn in de bijkomende kosten of administratieve verplichtingen die verruiming met zich mee zou brengen. Om meerdere redenen is de invoering van een uniforme regeling onder alle partijen die handel in opties mogelijk maken gewenst. Ten eerste is er een hoge drempel om over te stappen naar een andere aanbieder die wel tot het verstrijken van de looptijd kan worden bereikt. Denk bijvoorbeeld aan persoonlijke contacten met adviseurs, het overboeken van een portefeuille en zoekkosten zoals het moeten lezen van brochures, voorwaarden en contracten. Ten tweede zijn veel beleggers zich niet bewust van de looptijd tot zaterdagmiddag.

Bovendien voorkomt een uniforme en uitgebreide regeling ongewenste praktijken die de geconstateerde beperking van de uitoefeningsmogelijkheid in de hand zou kunnen werken. De optieposities van particuliere beleggers staan namelijk alleen geregistreerd bij hun effecteninstituten. Euronext houdt via de afdeling Compliance toezicht op een correcte naleving van alle regels, doch bij hen is slechts de geaggregeerde positie van alle cliënten van de effecteninstituten onder één zogenaamde 'public account' bekend⁵. Euronext heeft derhalve geen nauwkeurig zicht op de bron van uitvoeringsorders. Is dit de bank of haar cliënt? Aangezien effecteninstituten in staat zijn opties op naam van een particuliere belegger uit te oefenen of te verkopen zonder tussenkomst van hun cliënt (denk aan de regelingen voor opties die de derde vrijdag in-the-money noteren), kunnen zij wellicht ook ongemerkt voor eigen rekening profiteren van opties die niet door de cliënt te gelde zijn gemaakt.

Maakt de gelegenheid de dief?

Indien effecteninstituten aantrekkelijke, niet uitgeoefende optieposities vlak voor het verstrijken van de werkelijke looptijd voor eigen rekening te gelde te maken, handelen zij niet in overeenstemming met de regelgeving. Effecteninstituten zijn volgens artikel 25 van de *Nadere regeling toezicht effectenverkeer 1999* verplicht te handelen in het belang van hun cliënt. Ter verdediging zou men kunnen aanvoeren dat de cliënt dan niet wordt benadeeld, omdat de optie voor hem na het vervallen van de uitoefeningsmogelijkheid toch al waardeloos is geworden. Er wordt dan echter volledig voorbij gegaan aan de oorzaak van de achtergestelde positie van de belegger.

Of het daadwerkelijk voorkomt dat effecteninstituten zich aan de hierboven beschreven handelswijze bezondigen, valt vooralsnog niet te zeggen. Mocht blijken dat er onverhoopt sprake van is, dan kan dit voor een belangrijk deel worden geweten aan het ontbreken van de gewenste uniforme en uitgebreide uitoefeningsmogelijkheden. Daarbij moet worden opgemerkt dat zowel de STE als Euronext gerechtigd zijn vergaande inzage te eisen in de administratie van de betrokken instellingen⁶. Het punt hierbij is echter dat zo'n controle zeer tijdrovend is. Derhalve zal men een onderzoek pas daadwerkelijk in gang zetten als daar een directe aanleiding voor bestaat.

Voor andere partijen dan de STE en Euronext is het zicht op de gang van zaken vrijwel nihil. Gegevens over het aantal uitgeoefende versus het aantal niet-uitgeoefende opties zijn niet publiekelijk beschikbaar. Hierdoor is het helaas onmogelijk een goed beeld te krijgen van de mate waarin marktpartijen over gaan tot winstgevende uitoefening van opties, die op basis van de slotkoers van vrijdag *out-of-the-money* zijn. Onderzoek hiernaar zou interessante inzichten op kunnen leveren. Dat dergelijk gedrag rond expiratie zich in de praktijk wel degelijk voordoet, blijkt overigens uit een aantal zaken die zijn behandeld door de klachtencommissie van de stichting DSI⁷.

Verzet blijft beperkt

Volgens de STE komt het weinig voor dat particulieren klachten indienen die te maken hebben met de onmogelijkheid om op zaterdagmorgen opties uit te oefenen. Dit is, gezien de eerder opgemerkte onwetendheid bij beleggers, niet verbaasd. Bovendien is de STE niet de eerste instantie die een belegger met vragen of klachten zal benaderen. Dit is meestal de eigen effecteninstituten. Die zal de belegger naar verwachting dikwijls niet bevredigend verder helpen. Het geringe aantal klachten maakt dat diepgaand onderzoek door de STE of Euronext waarschijnlijk een lage prioriteit heeft.

Tevens hoeven zeer weinig klachten te worden verwacht van de partij die een *short*-positie in de uitgeoefende optie had⁸ en is aangewezen voor levering of afname. Het is weliswaar deze belegger die onterecht voor de winst zal opdraaien (mocht het zo zijn dat sommige effecteninstituten inderdaad profiteren van niet-uitgeoefende opties), maar zijn tegenpartij is en blijft voor hem altijd anoniem. Het zal dus nooit bekend zijn door wiens handelen hij - al dan niet terecht - tot zijn plicht is geroepen: het kan altijd een particuliere belegger zijn geweest die wel gewoon in staat was op zaterdag zijn opties uit te oefenen. Het mag evenwel duidelijk zijn dat de belegger met de geschreven optie in portefeuille in iedere situatie degene is aan wie de eventuele voordelen van niet-uitgeoefende opties toe dienen te komen. Hij heeft immers tegen betaling de risico's van een *short*-positie in de optie aanvaard en is de enige tegenpartij van de belegger die ondanks de waardevolle positie niet in staat was (of verzuimde) tot uitoefening over te gaan.

Mogelijke maatregelen

Niemand zal kunnen bestrijden dat in beginsel alle potentiële opbrengsten moeten kunnen toekomen aan de belegger die een premie voor de volledige looptijd van de optie heeft betaald. Als gevolg van de huidige regelingen van een groot aantal effecteninstituten blijkt deze schijnbare vanzelfsprekendheid helaas niet altijd gegarandeerd. Uit de voorbeelden komt bovendien naar voren dat bedragen van aanzienlijke omvang kunnen worden misgelopen. Doordat een particuliere belegger in de huidige situatie vaak zeer weinig zicht heeft op de afwikkeling bij een optie-expiratie, moet deze vertrouwen op de integriteit van alle betrokken instanties. Deze afhankelijkheid lijkt echter onnodig, aangezien men zich twee mogelijke maatregelen kan indenken die de huidige onvolkomenheden wegnemen.

Ten eerste zou de STE alle effecteninstituten verplicht kunnen stellen hun cliënten de mogelijkheid te bieden op zaterdagmorgen uitvoeringsorders door te geven. Die mogelijkheid kan niet anders dan zeer goed realiseerbaar zijn met de huidige beschikbaarheid van

beleggingslijnen en internet als kanalen voor effectentransacties. Een sterke aanwijzing voor de uitvoerbaarheid kan daarnaast gevonden worden in het feit dat twee instellingen wel gewoon in staat zijn de dienst aan te bieden.

Een tweede mogelijkheid is afschaffing voor iedere marktparticipant van de uitloopmogelijkheid tot zaterdag. Dit zou kunnen geschieden middels beperking van de looptijd van opties tot bijvoorbeeld vier uur op vrijdagmiddag. De handel zou dan enkele uren eerder kunnen worden gesloten om de betrokken professionele partijen genoeg ruimte te bieden voor het afwikkelen van de administratieve bijkomstigheden. Ten bate van de transparantie zouden effecteninstellingen hun cliënten met *short*-posities nog voor sluiting van de handel op de hoogte moeten hebben gebracht van een eventuele aanwijzing.

Slot

Het valt te hopen dat iedere belegger in de toekomst de optie-expiratie tot het laatste fluitsignaal kan uitspelen. Het is onacceptabel dat particuliere beleggers met regelmaat worden gedwongen voortijdig het veld te verlaten, om vervolgens vanuit de kleedkamers niets meer van het spelverloop te kunnen vernemen

1 Het gaat hier om fysiek afgehandelde opties, waarbij de levering van aandelen daadwerkelijk plaats vindt. Op aandelenindices, zoals de AEX, is contante afrekening van de intrinsieke waarde van toepassing. Deze categorie opties valt buiten de hier beschreven problematiek.

2 Ook het tegenovergestelde geldt: ontwikkelingen na sluiting van de handel kunnen ervoor zorgen dat uitoefening niet aantrekkelijk is, hoewel de optie op basis van de slotkoersen van vrijdag in-the-money was.

3 Berekening verschil: $1000 \times (65 - 52,50) = € 12.500$.

4 Ook beleggers met opties die net in-the-money zijn, worden benadeeld. Zij kunnen weliswaar hun positie op vrijdag nog tegen een opbrengst sluiten, maar een slechte prijsstelling op de optiebeurs kan uitoefening wenselijker maken. Zij worden gedwongen hun rechten vroegtijdig uit te oefenen en kunnen deze beslissing niet meer herzien indien zich nadien relevante ontwikkelingen voordoen.

5 Optieposities staan geregistreerd bij Clearnet, voorheen AEX Optie-clearing.

6 Stichting Toezicht Effectenverkeer; namens de minister van Financiën belast met het toezicht op de Nederlandse effectenbeurzen.

7 Dutch Securities Institute; zie bijvoorbeeld <http://www.stichting-DSI.nl/>.

8 Deze heeft de optie in het verleden geschreven en is in feite de tegen-partij van de belegger met de *long*-positie. De belegger met de *short*-positie heeft de plicht om aandelen te verkopen (call) of te kopen (put) tegen de uitoefenprijs.