

De invloed van opties op aandelen

Na de recente beurskrach hebben de Nederlandse en Amerikaanse effectenbeurzen kritiek uitgeoefend op de handel in opties. Volgens de effectenbeurzen zouden aandelenopties de koersdaling hebben versterkt. De voorzitter van de Nederlandse optiebeurs, drs. T.E. Westerterp, heeft de afgelopen weken bij herhaling verklaard dat die kritiek ongegrond is. Opties zouden binnen de Nederlandse verhoudingen juist een dempend effect op de koersval hebben gehad. Dat was al eens onderzocht, maar voor de zekerheid laat de optiebeurs een tweede onderzoek uitvoeren.

Van verschillende kanten zijn de afgelopen drie weken zeer gecompliceerde argumenten aangevoerd die een neerwaartse beïnvloeding van aandelen door opties aannemelijk moeten maken, zoals het wegvallen van de dekking voor call-opties en het verkopen van aandelen die 'ongewenst' want boven de beurskoers worden geleverd aan schrijvers van put-opties. De meest voor de hand liggende manier waarop optiecontracten de koersen van aandelen onder druk kunnen zetten lijkt echter veel eenvoudiger te zijn.

In 1929 had Nederland noch Amerika een optiebeurs. De European Options Exchange in Amsterdam is eind 1977 opgericht naar het voorbeeld van de Chicago Board Options Exchange, die uit 1973 stamt. In 1929 trok elke nieuwe koersval beleggers en speculanten aan die dachten dat de bodem nu wel bereikt was en daarom tot kopen overgingen. De koopjesjagers stelden vraag tegenover het aanbod en dempten daarmee de val van de koersen. Pas in 1933 werd het dieptepunt bereikt.

In 1987 hebben Nederland, de VS en vrijwel alle andere westerse landen wel een optiebeurs. Dank zij die optiebeurzen hoeven beleggers zich nu niet meer naar de beurs te spoeden om te profiteren van een scherpe koersval. Potentiële kopers kunnen hun aankoop uitstellen zonder het risico dat ze later tegen een hogere prijs moeten inkopen. Voor een fractie van het bedrag dat de koper denkt te besteden, koopt hij nu een call-optie. Deze optie geeft hem het recht de verlangde stukken over een paar maanden in te kopen tegen dezelfde lage koers als de huidige. Hij hoeft niet bang te zijn dat hij de stukken voor dat lage bedrag niet meer kan krijgen want de leverantie wordt hem gegarandeerd door de optiebeurs.

Daarnaast biedt dit scenario hem het voordeel dat, als de koersen onverhoopt tot onder de uitoefenwaarde dalen, hij zijn kooprecht niet hoeft uit te oefenen. Zijn contract verplicht hem niet tot afname. Hij laat de call dan verlopen en koopt de stukken tegen de lagere prijs die op dat moment op de effectenbeurs wordt genoteerd. Tegenover de verloren investering in de optie staat een grotere besparing op de aankoop van de aandelen die hij op het oog had. Bovendien heeft hij rente ontvangen voor het bedrag dat hij voor de aankoop had gereserveerd en zolang op een spaarrekening had gezet.

De houder van een call-optie kan in twee

situaties belanden. De eerste: tegen de tijd dat de optie afloopt zijn de koersen op de effectenbeurs gestegen tot boven de koers waarvoor de optiehouder zijn recht kan uitoefenen. In dat geval oefent hij zijn recht vanzelfsprekend uit want zijn inkoop gebeurt nu onder de beurskoers.

De tweede: de koersen op de effectenbeurs zijn in de tussentijd sterker gezakt dan de premie die hij voor zijn call-optie had betaald. In dat geval besluit de optiehouder van zijn kooprecht af te zien, want hij kan nu goedkoper op de beursvloer terecht. Zijn investering in de call-optie is verloren gegaan, maar daar staat tegenover dat de besparing op de aankoop van de aandelen groter is dan de weggegooid premie. Daarnaast heeft hij rente ontvangen op het spaargeld dat hij voor de aankoop had gereserveerd.

Houdt de potentiële koper tegen de tijd dat zijn optie afloopt nog serieus rekening met verder dalende koersen, dan zal hij de voorkeur geven aan de aankoop van een nieuwe call-optie, boven de aankoop van de aandelen. Potentiële kopers kunnen zo, tegen betaling van een kleine 'verzekeringspremie' tegen onverwachte koersstijgingen, geduldig de bodem van de markt afwachten. Alleen kleine, individueel operende beleggers kunnen deze methode niet toepassen want voor hen zijn de minimale transacties te groot: elke call-optie geeft recht op de aankoop van honderd aandelen. De methode is aantrekkelijk voor beleggers die minimaal ongeveer vierduizend gulden willen besteden. Speculanten die alleen zijn geïnteresseerd in het met winst doorverkopen van opties kunnen goedkoper terecht, maar blijven hier buiten beschouwing omdat het geen potentiële kopers van aandelen zijn.

Het gevolg van het uitstel waartoe opties potentiële kopers in een dalende markt verleiden laat zich raden: de bezitters van call-opties blijven van de beursvloer weg en het aanbod van stukken ontmoet daardoor minder vraag. Mede als gevolg hiervan dalen de koersen. Tegelijkertijd maakt die koersdaling het waarschijnlijker dat de afwachende houding van potentiële kopers wordt beloond in een mate die hen opnieuw tot uitstel zal doen besluiten. Nieuw uitstel houdt ook bij de daarna genoteerde lagere koersen kopers van de vloer weg en het aanbod ontmoet opnieuw weinig vraag. Dit zet de koersen verder onder druk en weer worden potentiële kopers voor hun geduld beloond.

Resteert de vraag of optiecontracten, behalve tot uitstel van aankoop, misschien ook tot uitstel van verkoop van aandelen leiden. In dat geval zou de optiebeurs vraag en aanbod toch nog in evenwicht houden. Aan de schrijvende kant van opties bewegen zich hoofdzakelijk grote institutionele beleggers. Ook voor deze groep hebben opties een voordeel dat in 1929 niet bestond: het behalen van extra rendement op aandelenportefeuilles in een dalende markt, zonder afstand te hoeven doen van de aandelen en daarop te ontvangen

dividenden.

Wanneer de optiehouder zijn kooprecht niet uitoefent omdat de koersen op de effectenbeurs teveel zijn gedaald, mag de optieschrijver de ontvangen premie op zak houden. Hij maakt dus winst terwijl de koersen dalen, wat eventuele aandrag tot verkoop van de onderliggende waarden verkleint. In theorie kunnen optiecontracten langs die weg dus tot uitstel van potentiële verkoop leiden. Om te beoordelen of dit in de praktijk inderdaad gebeurt, moet dan wel eerst de vraag worden beantwoord, of institutionele beleggers met opties zich inderdaad anders gedragen dan zonder opties.

Hiervoor zijn weinig argumenten te vinden. In tegenstelling tot particulieren doen institutionelen hun inkopen doorgaans niet op de top van de markt en de behoefte om bij een koersval tot verkoop over te gaan is hier dan ook niet dringend, zo hij al bestaat. Opties veranderen daaraan niets wezenlijks. Daar komt bij dat het beleid van de grote beleggers zich richt op de lange termijn en traditioneel meer wordt bepaald door bedrijfswinsten dan door het beursklimaat. Dat opties in eerste instantie veel aanbod van institutionele beleggers van de beursvloer zouden houden, valt daarom te betwijfelen. Wel verandert er mogelijk iets als de daling langer aanhoudt, want anders dan in 1929 kunnen grote optieschrijvende beleggers hun stukken nu vasthouden zonder verlies te lijden als ze hun aandelen ooit onder de oorspronkelijke aankoop prijs zouden willen verkopen.

Samengevat nodigen optiecontracten bij de eerste sterke koersdaling wel direct uit tot uitstel van de aankoop van aandelen, maar is enige invloed op het verkoopgedrag in dat stadium nog niet aannemelijk. In die situatie stuit een eerste koersval, veroorzaakt door niet-optieschrijvende beleggers en beleggers die met krediet werkten, op minder weerstand dan zonder optiebeurs het geval zou zijn.

Vooraf effectenhandelaren dringen nu aan op een restrictie van de optiehandel, bij voorbeeld door het schrijven van opties te reserveren voor leden van de Vereniging voor de Effectenhandel. De optiehandel zou haar speculatieve karakter dan grotendeels verliezen en hoofdzakelijk toepassing vinden als een verzekeringspolis ter afdekking van koersrisico's die hoeklieden en commissieairs lopen op ingenomen posities.

Aan de andere kant is het wel zo dat optiecontracten op dezelfde manier – uitstel van aandelenverkoop zonder het risico van een koersdaling – de aandelenkoersen tijdens de hausse hebben helpen opdrukken tot een hoogte die een beurskrach voorspelbaar maakte. Tegen die achtergrond is het de vraag of het wel verstandig is om het mechanisme dat eerst tot een sterke overwaardering van aandelen heeft geleid, uit te schakelen zodra het een correctie begint te veroorzaken die de koersen weer in overeenstemming met de winstverwachting van de genoteerde bedrijven dreigt te brengen.

Minstens zo interessant als de vraag of de optiehandel zou moeten worden ingetoomd, is daarom misschien de vraag als het gebeurt, wat daarvoor het meest geschikte moment is. Tijdens, of na een correctie. Anders gezegd: Mogen opties de koersen wel eerst ongeremd op- maar vervolgens niet neerdrukken?

Pauline van de Ven

De auteur is auteur van *Stop-loss! Vreugden en verschrikkingen van het aandeelhouderschap*, Balans, Amsterdam, 1986.