



UW PORTEFEUILLE ONDER DE LOEP

Vermogensadviseur Aernout van den Berg van Dutch Wealth Services werpt telkens een kritische blik op de beleggingsportefeuille van een abonnee. Deze maand: **DE PORTEFEUILLE VAN MENEER MOORS.**

FONDS	KOERS*	AANTAL	BEDRAG
ABN Amro	24,70	1.500	37.050
ABN put oct 2007 20	1,05	(100 x) 15	1.575
ING	31,34	2.000	62.680
ING put oct 2007 30	3,10	(100 x) 20	6.200
Philips	26,58	2.000	53.160
Philips put oct 2007 25	2,45	(100 x) 20	4.900
Royal Dutch	25,71	2.000	51.420
Royal Dutch put oct 2007 25	2,35	(100 x) 20	4.700
Unilever	58,31	1.000	58.310
Unilever put oct 2007 60	7,10	(100 x) 10	7.100
TOTAAL			287.095

*stand op 14 maart 2006

Historie

Meneer Moors*, dertiger en voorzien van een zeer comfortabel salaris, belegt pas sinds kort en heeft zich laten overtuigen door de argumenten van een tamelijk agressieve beleggingsadviseur. 'Ik zit voor 100 procent in aandelen, en het risico van koersdalingen is afgedekt door middel van putopties. Zo is me dat geadviseerd: aandelen kunnen omhoog en omlaag en als je maar zorgt dat je de daling opvangt met zo'n putoptie, dan heb je het beste van twee werelden.' Inmiddels weet hij beter.

*om privacy-redenen is de naam gewijzigd

Analyse

Was het maar zo eenvoudig. De beroemde Amerikaanse econoom en nobelprijswinnaar Milton Friedman verkondigt te pas en te onpas dat *'there's no such thing as a free lunch'*. Tot nu toe heeft hij altijd gelijk gekregen. Een journalist dacht het tegenbewijs te kunnen leveren door Friedman een lunch aan te bieden. Maar Friedman maakte er meteen korte metten mee: 'Gratis? Meneer, ik heb anderhalf uur lang naar u moeten luisteren...'

Er zijn pensioenfondsen die honderden miljarden hebben belegd in aandelen, en die hiermee flinke risico's lopen. Maar omdat ze wettelijk verplicht zijn het risico te beperken, beleggen ze ook voor honderden miljarden in

obligaties — die momenteel effectief zo'n 3,5 tot 4 procent opbrengen. Het zou dus niet erg logisch zijn als een willekeurige beleggingsadviseur, zoals die van meneer Moors, ineens iets ontdekt wat al die professionele vermogensbeheerders al die jaren over het hoofd hebben gezien: dat de risico's van aandelenbeleggen kunnen worden beperkt met behulp van putopties zonder dat de rendementen evenredig mee dalen.

De beleggingsmethode waar het hier om gaat, noemt men ook wel 'verzekerd beleggen'. Je dekt het risico van een daling van de aandelen af tegen betaling van een verzekeringspremie (de putoptie), precies zoals je door het afsluiten van een brandverzekering het

OPROEP AAN ABONNEES

Heeft u een beleggingsportefeuille van € 100.000 of meer en wilt u deze door vermogensadviseur drs Aernout van den Berg op deze plaats laten doorlichten? Stuur dan een e-mail naar berg@dutchws.nl of een brief naar Dutch Wealth Services/Portefeuille, Eerste Sweelinckstraat 70, 2517 GG 's-Gravenhage. Vermeld daarin naast uw abonneenummer, naam, adres, woonplaats en telefoonnummer ook de inhoud van uw beleggingsportefeuille (het aantal aandelen, obligaties

en andere bestanddelen) plus de eventuele afspraken tussen u en uw vermogensbeheerder (risico, beleggingsdoelstelling, enzovoorts). Uit de aanmeldingen wordt een selectie gemaakt voor deze rubriek die geanonimiseerd wordt besproken. Ook als uw portefeuille niet wordt geselecteerd, neemt Aernout van den Berg contact met u op om uw portefeuille — kort — met u te bespreken. Uiteraard worden de inzendingen met uiterste zorgvuldigheid en discretie behandeld.

risico financieel afdekt dat je huis op een dag affakkelt. Elke verzekeraar weet op grond van de statistiek hoeveel huizen er jaarlijks in brand vliegen en stemt op dat risico de premies af. Bij putopties werkt dat precies zo: de schrijver van de optie — de 'verzekeraar' — houdt rekening met allerlei factoren voor het berekenen van de premie (zie het kader 'Hoe zit een putoptie in elkaar?').

De beweeglijkheid van een aandeel bepaalt in belangrijke mate de hoogte van de optiepremie. Hoe groter het risico dat moet worden afgedekt, des te hoger de premie. Anders zou niemand opties schrijven (verkopen). De prijsvorming op de wereldwijde optiemarkt is efficiënt, en wordt bepaald door vraag en aanbod.

Stel dat de premie voor een 'at the money'-putoptie (de uitoefenprijs van de optie is gelijk aan de actuele waarde van het onderliggende aandeel) voor één jaar 8 procent bedraagt. De optiepremie bent u altijd kwijt. Stijgen de aandelen met 22 procent, dan blijft van het rendement nog maar $(22 - 8 =) 14$ procent over. Zijn de aandelen niet gestegen, dan bent u aan het eind van het jaar toch 8 procent armer. Ook als de aandelen dalen, bent u 8 procent kwijt.

Pas bij een daling van méér dan 8 procent is uw putoptie — achteraf — een winstgevende transactie geweest, omdat het verlies van de premie door de optie wordt gecompenseerd.

Omdat risico en rendement altijd hand in hand gaan, houdt iemand die besluit het risico van koersdalingen helemaal te verzekeren door middel van putopties, per definitie slechts de risicovrije rentevoet aan rendement over. Wie geen risico loopt, krijgt ook geen beloning. Zelfs geen gratis broodje kaas.

En dan heb ik nog niet eens rekening gehouden met de kosten. Om te beginnen ben je een aantal keer transactiekosten kwijt: één keer bij de aankoop van de aandelen, één keer bij de verkoop van de aandelen, één keer bij de aankoop van de opties en eventueel nog een keer bij verkoop ervan. Bovendien moet je, net als bij het wisselen van geld waarbij een aan- en verkoopkoers wordt gehanteerd, bij elke transactie rekening houden met extra kosten door de zogenaamde 'bid-offerspread' (zie ook FiscaAlert december 2005, nr 10, p.20-21). In de meeste gevallen verdient een vermogensbeheerder zelf ook aan de transactiekosten, en soms ook aan de bid-offerspread. Dat maakt

het aanlokkelijk u niet te adviseren uw geld op een spaarrekening te zetten, hoewel het uiteindelijke resultaat vergelijkbaar is. Verzekerd beleggen met aandelen door het risico van een koersdaling perfect af te dekken met putopties is niets anders dan sparen, met dit verschil dat er — op de korte termijn althans — meer volatiliteit is dan op een spaarrekening en je uiteindelijk — door de extra kosten — nog minder overhoudt.

Advies

Eigenlijk is het merkwaardig om eerst aandelen te kopen die risico kennen, om vervolgens dat risico weer af te dekken met een putoptie. Meneer Moors is dus in beginsel gewoon aan het sparen — met extra kosten en meer risico, want de kans is aanwezig dat hij op de lange termijn minder ontvangt dan de risicovrije rentevoet. Dat zal niet de bedoeling zijn geweest. Gewoon sparen is bij een horizon van meer dan twee tot drie jaar trouwens ook niet zo verstandig. Iemand die geen risico's kan of wil lopen, kan dan beter een zeer defensieve, gespreide portefeuille samenstellen met globaal 10 procent aandelen. Aangezien het beleggingsrisico van aandelen verder afneemt met het toenemen van de beleggingshorizon, zou meneer Moors ook een offensievere portefeuille kunnen overwegen. Hoe dan ook, het zou — gezien de beleggingshorizon van meneer Moors — zinvol kunnen zijn een vermogensbeheerder te nemen die hem het juiste risicoprofiel kan aanmeten door te kijken naar zijn beleggingsdoelstellingen, zijn bereidheid om risico's te nemen en zijn financiële mogelijkheden om die risico's daadwerkelijk te lopen.

HOE ZIT EEN PUTOPTIE IN ELKAAR?

Een putoptie is het recht om een aandeel tegen een vooraf bepaalde prijs op een vooraf afgesproken datum te mogen verkopen. De schrijver (verkoper) van de optie is verplicht de aandelen tegen die prijs af te nemen, de koper van de optie mag zelf bepalen of hij ze inderdaad wil verkopen. Voor de optie moet een 'optiepremie' betaald worden. Factoren die de hoogte daarvan bepalen zijn (1) de waarde van het onderliggende aandeel, (2) de risicovrije rentevoet, (3) de hoogte van het dividend van het onderliggende aandeel, (4) de beweeglijkheid ('volatiliteit') van het onderliggende aandeel, en (5) de looptijd van de optie.