

DE VOLATILITY SMILE

Een skew in de optiemarkt geeft in bijzondere gevallen een glimlach te zien.

TEKST: ROBERT VAN HOOFF (323 TRADING)

Skew is het fenomeen dat out-of-the-money putopties tegen een hogere volatilititeit handelen dan at-the-money of out-of-the-money callopties. Wanneer zowel de put- als de callopties een hogere impliciete volatilititeit kennen dan at-the-money opties spreken we van een 'volatility smile', zoals afgebeeld in bijgaande grafiek.

IN SPELEN OP OVERNAMES

Een volatility smile verschijnt als voor een onderliggende waarde niet alleen de kans op een forse daling reëel wordt geacht, maar ook de kans op een forse stijging. Dit zien we met name bij grondstoffen en renteproducten. Maar het komt ook voor bij bepaalde aandelen. Het sterkst zichtbaar is de smile bij overnamekandidaten. In deze

fondsen ontstaat namelijk een relatief hoge vraag naar out-of-the-money callopties, wat leidt tot een hogere premie en dus een hogere impliciete volatilititeit.

De smile ontstaat vaak op het moment dat er overnamegeruchten in de markt komen en is het meest zichtbaar in de kortere expiratiemaanden. Opties in eerdere expiraties hebben namelijk een hogere gamma en een lagere vega. Een hogere gamma wil zeggen dat de optieprijs sterker reageert op een koersverandering van de onderliggende waarde. Een lagere vega houdt in dat de optie minder gevoelig is voor een verandering in volatilititeit.

Ook is de absolute premie die betaald dient te worden voor opties met een korte looptijd aanzienlijk lager dan voor opties met eenzelfde uitoefenprijs, maar met een

langere looptijd. Mede hierdoor zijn korte termijn out-of-the-money callopties bij uitstek geschikt om in te spelen op een mogelijke overname.

GEEN VASTSTAAND GEGEVEN

De skew van een fonds is geen vaststaand gegeven, maar is dynamisch en verandert naarmate marktomstandigheden veranderen of door simpelweg de invloed van vraag en aanbod. Dit wordt goed zichtbaar in het geval van Volkswagen. Dit fonds steeg in 2008, mede door de sterke overnamegeruchten van Porsche, van ongeveer 200 euro naar meer dan 1000 euro in slechts twee handelsdagen tijd. Op dat moment was er ook een duidelijke volatility smile zichtbaar in de markt. Nu is de rust rond Volkswagen teruggekeerd en neemt de skew weer normalere vormen aan.

Ook Google liet bij zijn introductie een volatility smile zien. Men vond de kans op een snelle stijging van het aandeel aanzienlijk groter dan een abrupte daling. Gezien de huidige koers heeft de markt gelijk gekregen in deze opvatting.

MOGELIJKE OVERNAMEKANDIDATEN

Optieprijsen komen tot stand als gevolg van vraag en aanbod en vormen daarvoor een goede afspiegeling van de consensus in de markt. We kunnen dus ook terugredeneren vanuit de skewgegevens die we kunnen destilleren uit de markt. Wanneer de opties van een bepaald aandeel een volatility smile laten zien wordt het onderliggende aandeel blijkbaar als een overnamekandidaat beschouwd. In de skew van de volgende Nederlandse aandelen met een optienotering is in meerdere of mindere mate een smile te zien: Bam, Crucell, KPN, SBM Offshore, TNT, USG People, Wessanen en Binck. Deze aandelen kunnen dus, in willekeurige volgorde, als mogelijke overnamekandidaat worden bestempeld. ■

