

SAVE

GREENPEACE.NL

SCHRALE RENDEMENTEN

Spectaculair is het niet, maar met een beschermde optieconstructie op aandelen KPN is mogelijk wat meer rendement te halen dan met obligaties KPN.

TEKST: KEES VAN LIESHOUT (VAN LIESHOUT & PARTNERS)

De 4%-KPN-obligatie per 29 mei 2014 geeft bij een koers van 108,85 procent een effectief rendement van 2,27 procent. Met een goede debiteur en een relatief korte looptijd (laag renterisico) is dit een solide vastrentende belegging, maar wel eentje met een schraal rendement. Na inflatie (hoe laag op dit moment ook!) en vermogensrendementsheffing is het reële nettorendement nul of negatief. Wie hier niet tevreden mee is, moet op zoek naar andere debiteuren (een hoger debiteurenrisico geeft een hoger rendement) en/of naar langere looptijden (meer renterisico). Hoe dan ook zal het risico toenemen.

BESCHERMINGSCONSTRUCTIE

Er is echter ook een alternatief. We kunnen ook naar aandelen KPN kijken met een beschermingsconstructie. We zetten de volgende combinatie op:

Op basis van de consensusverwachtingen van analisten ontvangen we gedurende de looptijd van $4\frac{1}{3}$ jaar in totaal 3,80 euro aan dividend. Als KPN op expiratedatum onder 10 noteert, kunnen we onze gekochte putoptie uitoefenen. We ontvangen dus 10. Ten opzichte van de investering is dat een verlies van 2,45. Maar omdat we 3,80 aan dividend hebben ontvangen, resteert per saldo een winst van 1,35. Gerelateerd aan de looptijd en de investering is dat een rendement van 2,5 procent per jaar. Dit is ongeveer gelijk aan de bovenvermelde KPN-obligatie (de optieconstructie heeft een iets langere looptijd; als we deze looptijd pro-



jecteren op de obligatie zou het effectieve rendement circa 2,4% zijn). Tenzij KPN haar dividend gaat verlagen, is dit het minimale rendement op de constructie.

Als KPN op expiratedatum onveranderd 11 noteert, lopen beide opties waardeloos af en kunnen we de aandelen voor 11 verkopen. Het rendement is dan $3,80 - 1,45 (12,45 - 11) = 2,35$. Het rendement per jaar is dan 4,4 procent ofwel bijna het dubbele van de KPN-obligatie.

De maximale winst is bij een koers op expiratie van 12 of hoger. De putoptie loopt dan waardeloos af; de houder van de call zal zijn optierecht uitoefenen en we moeten leveren op 12. Het rendement is dan $3,80 - 0,45 (12,45 - 12) = 3,35$. Op jaarbasis is dat 0,77 ofwel 6,2 procent.

GROTERE RENDEMENTSKANS

Met een volledig beschermde positie hebben we een rendementskans tussen 2,5 en 6,2 procent. Voor een aandelenbelegger wellicht niet spectaculair, maar als obligatie-alternatief een overweging waard. Hoewel de positie beschermd is, is er uiteraard wel een hoger risico dan bij de obligatie, namelijk de zekerheid van de toekomstige dividenden. Zo bezien gaan rendement en risico toch weer hand in hand. ■

Koop aandeel KPN	11,00
Koop put KPN december 2014 met uitoefenprijs 10,00	2,30+
Verkoop call KPN december 2014 met uitoefenprijs 12,00	0,85 -
Netto-investering	12,45