



Tussen conversie en coupon

Auteur(s):

Schilstra, M.

*De auteur is werkzaam bij Fortis Investment Bank.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4305, pagina 352, 20 april 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

In kwakkelende financiële markten is het lastig om een goed rendement te halen. 'Reverse convertibles' kunnen soelaas bieden - voor wie ze begrijpt.

Bijna wekelijks worden ze momenteel door de grotere investeringsbanken geëmitteerd: 'reverse convertibles'. Het reverse-aspect bestaat eruit de keus tot conversie ligt bij de uitgevende instelling en niet bij de klant. Soms volgen angstaanjagende toevoegingen als 'knock-in' of 'knock-out'. In dit artikel wordt ingegaan op de samenstelling van dit product. Er wordt aangegeven hoe reverse convertibles kunnen bijdragen aan de rentabiliteit van de portefeuille. Tevens zal worden ingegaan op de risico's die er bestaan bij het beleggen in een dergelijk product.

Reeds sinds het bestaan van financiële markten houden beleggers zich bezig met de vraag of het mogelijk is door het volgen van bepaalde beleggingsstrategieën de prestatie van een belegging te verbeteren. Waarschijnlijk zijn gedurende de afgelopen vijftig jaar maar weinig menselijke activiteiten zo grondig bestudeerd, vanuit zo veel verschillende oogpunten en door verschillende soorten mensen, als het kopen en verkopen van aandelen. De beloning die de aandelenmarkt heeft voor diegenen die de signalen goed herkennen, zijn dan ook enorm. De financiële verliezen voor diegenen die hun scherpte verliezen zijn daarentegen rampzalig. Geen wonder dat deze markt een grote aantrekkingskracht uitoefent op analisten, managers en onderzoekers, tezamen met een bont gezelschap van excentriekelingen en hoopvolle burgers.

Een van de meest recente ontwikkelingen is echter niet meer het pure beleggen in aandelen, maar het investeren in allerlei optiegerelateerde producten. Hiermee valt beter in te spelen op de situatie van de markt op dat moment. Hiermee worden de producten interessanter, maar ook complexer. Hét product waarmee wij de laatste maanden bijna dagelijks via in de krant aangeboden emissies worden geconfronteerd is de reverse convertible. Dit artikel beoogt duidelijkheid te verschaffen over de structuur van dit product, toe te lichten hoe het product kan bijdragen aan de rentabiliteit van de beleggingsportefeuille, en te waarschuwen voor de risico's zoals die bestaan bij het beleggen in dit product.

Toen en nu

In de beleggingswereld is de laatste jaren sprake van een grote verandering. In de jaren zestig bestond beleggen nog uitsluitend uit het selecteren van aandelen waarvan men verwachtte dat ze een positief rendement zouden opleveren. Een goede belegger was iemand die op basis van 'Fingerspitzengefühl' geschikte aandelen selecteerde. Van een systematische vergelijking met andere aandelen was nauwelijks sprake. Effectenmakelaars met gouden tips of koopjes vormden de basis voor de selecties die werden gemaakt en informatie over fondsen die een internationale belegger in die tijd verkreeg, werd bepaald door het toeval. Beleggen was het netjes volgen van oude beurswijsheden als 'buy low, sell high', 'zit stil als je geschoren wordt' en 'never catch a falling knife'.

Intussen is de situatie volledig veranderd. Het gehele beleggingsproces dient tegenwoordig transparant te zijn en op consistente wijze te worden uitgevoerd. Tevens zijn door de enorme belangstelling en toenemende expertise van de klanten ook de eisen van klanten aangescherpt. Veel klanten weten reeds door een aantal wetenschappelijke bevindingen dat een positief rendement niet langer voldoende is om over te gaan tot de aanschaf van een bepaald product. Beleggingsproducten dienen slechts gekocht te worden indien ze beter renderen dan de markt. Ook is de ontwikkeling van de derivatenmarkt sinds eind jaren tachtig dusdanig snel gegaan, dat een groot deel van de huidige emissies bestaat uit combinatie-producten die inspelen op de situatie van de markt. Tijdens de euforie van de afgelopen jaren bestond het aanbod van de diverse investeringsbanken met name uit op callopties gebaseerde producten, die gebaseerd zijn op stijgende koersen. In de huidige kwakkelende markt ontstaat een groot aanbod van producten die ook in niet stijgende markten voor goede rendementen kunnen zorgen. Het meest geëmitteerde product op dit gebied is momenteel de reverse convertible.

Hoe werkt het?

Bij een belegging in een reverse convertible koopt de klant een pakket dat bestaat uit een (meestal) tweejaars-obligatie en een verkochte putoptie op een onderliggend aandeel. De opbrengst van de verkochte putoptie wordt gebruikt om de jaarlijkse couponvergoeding van de obligatie op te hogen tot een niveau dat aanzienlijk hoger is dan gangbaar op een tweejaars- product. De hoogte van de coupon is een vergoeding voor het risico dat de klant loopt bij het beleggen in de reverse convertible. De uitgevende instelling heeft namelijk op de aflooptdatum de keuze af te lossen in aandelen óf in contanten tegen de oorspronkelijke nominale waarde (a pari). De keuze hangt af van de koers van het onderliggende aandeel. Indien de koers van het aandeel gedaald is ten opzichte van de conversiekoers¹, zal de

uitgevende instelling gebruik maken van zijn recht tot aflossing in aandelen. Hiermee bestaat voor de klant het risico dat aan het eind van de looptijd een pakket aandelen wordt geleverd waarvan de waarde op dat moment lager is dan de nominaal ingelegde waarde. Hiertegenover ontvangt de klant een goed rendement in de vorm van een hoge coupon, dat bovendien in het nieuwe belastingstelsel aanzienlijk vriendelijker belast wordt dan voorheen. In het belastingstelsel zoals dat tot eind 2000 gangbaar was, werden coupons op obligaties (afgezien van de vrijstelling) belast tegen het marginale tarief. Vanaf 2001 betaalt de particulier geen belasting meer over de coupon, maar dient deze de gemiddelde waarde van zijn belegging op te tellen bij zijn vermogen. Hierover betaalt hij 1,2 procent vermogensrendementsheffing. De hoge coupon zal daarom aanzienlijk gunstiger worden belast dan in het verleden. De belegger koopt met de aanschaf van een reverse convertible dus een tweejaars-product dat een hoog jaarlijks rendement biedt, maar bij neergaande beurzen tevens het risico draagt, afgelost te worden in aandelen op een voor dat moment weinig aantrekkelijke koers. Het product is op de effectenbeurs verhandelbaar en is bovendien vaak niet zo eenvoudig zelf samen te stellen. Weliswaar betreft het product een obligatie en een verkochte putoptie, maar stuit het nabootsen ervan vaak op praktische bezwaren. Zo laten de meeste banken particulieren niet toe ongedekt een putoptie uit te schrijven, wordt de betreffende looptijd van de put, die nodig is voor het product, vaak niet verhandeld op de optiebeurs of is er een niet geheel aantal puts nodig voor de constructie. Indien de particulier zeer vermogend is, zal hij een dergelijke constructie buiten de beurs om kunnen samenstellen. Voor de meeste particulieren zal dit echter onmogelijk zijn.

Varianten

Binnen het aantal emissies dat intussen heeft plaatsgevonden is een groot aantal varianten uitgegeven, met de meest exotische namen. Deze bieden stuk voor stuk hun eigen risico- en rendementspatroon, dat zo goed mogelijk dient aan te sluiten bij het risicoprofiel van de belegger. Zo is er de 'step-up reverse convertible', een variant waarbij de coupon gedurende de looptijd toeneemt. Deze variant is met name geïntroduceerd uit belastingoverwegingen met als intentie de tweede coupon in het nieuwe belastingstelsel tegen een lager tarief te laten belasten. Verder is er de 'knock-out reverse convertible'. Dit is initieel een reverse convertible, maar gaat over in een gewone obligatie met hoge coupon zodra een van tevoren aangegeven koersniveau gehaald of doorbroken wordt.

Ook is er de 'double reverse convertible'. Deze lost af in één van twee onderliggende aandelen, naar keuze van de uitgevende instelling. Tevens zijn er varianten met een index als onderliggende waarde. In dat geval is er aan het einde van de looptijd altijd sprake van aflossing in geld omdat de index een gewogen gemiddelde van aandelenkoersen vormt en derhalve als geheel moeilijk geleverd kan worden.

Ten slotte is er de meest defensieve variant: de 'knock-in reverse convertible'. Dit is aanvankelijk een gewone obligatie met een hoge coupon. Pas als de koers van de onderliggende waarde gedurende de looptijd het 'knock-in'-niveau bereikt of doorbreekt, wordt de obligatie geconverteerd in een reverse convertible. Het risico dat de aflossing in aandelen plaatsvindt ontstaat dus pas nadat de koers van de onderliggende waarde een bepaald niveau neerwaarts doorbroken heeft. Dit wordt meestal bepaald op ongeveer 75 procent van de conversiekoers. Deze laatste variant zal dus in de praktijk een iets lagere coupon bieden, maar tevens de klant beschermen voor de eerste 25 procent daling van het onderliggende fonds. Met name deze variant is momenteel zeer aantrekkelijk omdat hiermee een hoog rendement behaald kan worden met een beperkt risico. De klant dient echter bij aanschaf van één van de varianten zelf een afweging te maken van het te behalen rendement tegenover het te lopen risico, zodat hij aan het eind van de looptijd niet voor verrassingen komt te staan omdat hij het product feitelijk niet begreep.

Conclusie

De reverse convertible biedt een relatief hoge coupon die onder het nieuwe belastingregime gunstig belast wordt. Hij is goed verhandelbaar en heeft meestal lagere kosten dan wanneer de particulier het product na probeert te bootsen. Daartegenover staat het risico dat de reverse convertible bij neergaande beurzen aan het eind van de looptijd afgelost kan worden in aandelen die op dat moment een aanzienlijk lagere waarde hebben dan er bij de emissie voor betaald is.

Dit risico kan eventueel verkleind worden door voor de zogenaamde 'knock-in' variant te kiezen. Er blijft echter gelden dat de particulier goed op de hoogte moet zijn van datgene wat hij koopt. Pas dan kan hij een rationele afweging maken van risico en rendement van het aan te schaffen product

1 De conversiekoers wordt meestal bepaald op de laatste dag van de inschrijffperiode en is doorgaans gelijk aan de slotkoers van die dag. Hiermee kan de conversieratio bepaald worden, zijnde het aantal aandelen dat de klant ontvangt indien de aflossing van de reverse convertible plaatsvindt in aandelen.