

Reverse convertible obligaties: een groot risico

Mw. ing. M.A. Smit

Sinds 1998 zijn er Reverse Convertible obligaties op de Nederlandse kapitaalmarkt. Nadat het belang van dit type obligatie aanvankelijk snel toenam, is het aantal nieuwe uitgiften inmiddels sterk gedaald. Het verloop van de waarde van de Reverse Convertibles is onderzocht door middel van een herbeleggingsindex met als basis ultimo 1998=100. De herbeleggingsindex voor Reverse Convertibles bereikte het hoogste punt in januari 2001 op nagenoeg 117. Na een dieptepunt van 66 in maart 2003, is de index inmiddels weer opgelopen tot 84.

Inleiding

Financiële instellingen introduceren regelmatig nieuwe vormen van obligaties. Zo zijn de afgelopen jaren de index-linked obligatie, de Mortgage-backed obligatie en de Reverse Convertible obligatie op de markt gekomen. De Reverse Convertible obligatie (zie box), ook wel Reverse Convertible Note of Reverse Exchangeable Security genoemd, is sinds 1998 in Nederland op de markt.

Naast de gewone (euro)obligaties met een vaste looptijd en vaste couponrente bestaan er meer bijzondere obligaties, zoals converteerbare obligaties, obligaties met variabele rente, achtergestelde obligaties, eeuwigdurende obligaties, pand- en bankbrieven en spaarbrieven.

Het CBS berekent voor diverse groepen obligaties een herbeleggingsindex. Zo bestaat er een algemene index voor Nederlandse obligaties. Hierin worden in principe alle obligaties luidende in euro's van Nederlandse emittenten betrokken die op de Amsterdamse effectenbeurs zijn genoteerd. Naast het algemene indexcijfer worden indexcijfers berekend voor enkele marktsegmenten, zoals de Nederlandse staat (ingedeeld naar looptijdgroepen) en financiële instellingen. Obligaties met afwijkende rente- en aflossingsschema worden in de algemene herbeleggingsindex buiten beschouwing gelaten. In dit artikel wordt de nieuwe herbeleggingsindex voor Reverse Convertibles beschreven.

Opkomst en neergang

De markt voor Reverse Convertibles ontwikkelde zich snel. De afgelopen drie jaar had, in aantal gerekend, een kwart van de nieuwe emissies in obligaties op de Amsterdamse effectenbeurs de vorm van een Reverse Convertible. Naar beurswaarde gerekend, nemen de Reverse Convertibles op de obligatiemarkt maar een klein aandeel voor hun rekening. Ultimo augustus 2003 bedraagt de totale beurswaarde van alle genoteerde Nederlandse Reverse Convertibles 1,4 miljard Euro, ofwel 0,5 procent van de waarde van alle genoteerde Nederlandse obligaties.

De Reverse Convertibles hebben een korte looptijd, vaak van twee jaar. Het geëmitteerde bedrag per lening bedraagt in veel gevallen slechts 25 miljoen euro.

Tabel 1
Emissies Nederlandse Reverse Convertible obligaties

	Emissies per jaar		Beurswaarde ultimo
	aantal	mln. euro	mln. euro
1998	13	574	578
1999	16	1 030	1 688
2000	31	1 478	2 512
2001	47	1 840	2 851
2002	26	1 015	1 932
jan. t/m aug. 2002	22	885	2 436
jan. t/m aug. 2003	9	345	1 375

De belangstelling voor Reverse Convertibles lijkt inmiddels drastisch te zijn afgenomen. In 2001 werd door Nederlandse instellingen voor een totaal bedrag van ruim 1,8 miljard euro aan nieuwe Reverse Convertibles geëmitteerd. In de eerste acht maanden van 2003 belooft de uitgifte van dit type obligaties op de effectenbeurs van Euronext Amsterdam nog slechts 0,3 miljard euro.

Herbeleggingsindex

Het berekenen van een herbeleggingsindex voor Reverse Convertibles gaat volgens dezelfde methode als voor de bestaande CBS-herbeleggingsindex voor (gewone) obligaties.

De herbeleggingsindex geeft de ontwikkeling weer van de waarde van een obligatieportefeuille in de tijd, uitgedrukt in procenten van de waarde op het basistijdstip, waarbij de rentebetalingen en aflossingen, marktconform herbelegd, aan de portefeuille worden toegevoegd.

Schematisch wordt de index als volgt berekend:

$$I_t = \frac{\text{waarde obligatieportefeuille A op tijdstip } t}{\text{waarde obligatieportefeuille A op tijdstip } t-1} \times I_{t-1}$$

Omdat de Reverse Convertibles pas vanaf eind 1998 in Nederland op de markt zijn, is teruglegging van de index slechts mogelijk tot op de laatste dag van dat jaar. Dat tijdstip is als basis van de herbeleggingsindex voor Reverse Convertibles gekozen. De berekening is gebaseerd op de Reverse Convertible obligaties met aandelen van een Nederlandse onderneming als onderliggend fonds of die converteerbaar zijn in mandjes aandelen van diverse Nederlandse ondernemingen. Voor dit onderzoek is de herbeleggingsindex op maandbasis berekend.

Het verloop van de herbeleggingsindex voor Reverse Convertibles over de afgelopen vier jaar laat het tweeslachtige karakter van dit type obligatie zien. Tot de herfst van 2000 toonde de index een min of meer geleidelijk stijgend verloop. In deze periode stegen de aandelenkoersen nog sterk. Als de koers van het onderliggende aandeel boven de omwisselingskoers van de Reverse Convertible

ligt, zal er afgelost worden in contanten a pari. Het verloop van de herbeleggingsindex voor Reverse Convertibles wordt dan voor een belangrijk deel bepaald door de couponrente, de looptijd van de lening en de marktrente.

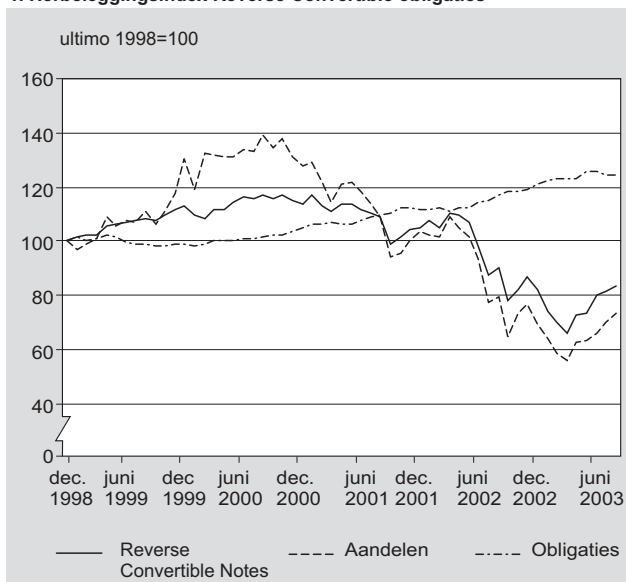
De index voor Reverse Convertibles bereikte het hoogste punt in januari 2001 op nagenoeg 117. Daarna zette een daling in. Het laagste punt van de index is gemeten in maart 2003 met een waarde van 66. Met de ingezette daling van de aandelenkoersen begon ook het karakter van de Reverse Convertible te veranderen.

Als de koersen van de onderliggende aandelen onder de omwisselingskoers van de Reverse Convertible noteren, krijgt het aandelenkarakter van de Reverse Convertible de overhand. De aflossingswaarde van de Reverse Convertible is dan gerelateerd aan de beurskoers van het onderliggende aandeel. De index heeft vanaf eind 2000 het verloop van de herbeleggingsindex voor aandelen gevolgd.

Tabel 2
Totaal rendement Nederlandse Reverse Convertible Obligaties, Aandelen en Obligaties

	Reverse Convertible Notes	Aandelen	(Gewone) Obligaties
	%		
1999	12,7	30,6	-1,5
2000	0,9	-2,1	6,6
2001	-8,0	-19,2	6,0
2002	-21,7	-32,8	8,7
jan. 2003 t/m aug. 2003	2,0	5,7	2,9
Over hele periode	-16,4	-26,7	24,5

1. Herbeleggingsindex Reverse Convertible obligaties



Het risico dat de belegger in Reverse Convertibles loopt, blijkt uit de behaalde rendementen.

Het totaal rendement over de periode 1999 tot augustus 2003 bedraagt -16,4 procent. Dit is een minder slecht resultaat dan de gemiddelde belegger in Nederlandse aandelen volgens de CBS-herbeleggingsindex heeft behaald (-26,7 procent). Het resultaat steekt echter schril af tegen de behaalde rendementen op gewone Nederlandse obligaties. De CBS-herbeleggingsindex voor (gewone) obligaties is in deze periode met 24,5 procent gestegen.

Zoals de naam doet vermoeden is de Reverse Convertible het tegenovergestelde van een converteerbare obligatie. Bij een converteerbare obligatie ligt de keuze om de obligatie al dan niet om te zetten in de aandelen waarin de obligatie converteerbaar is, bij de bezitter van de obligatie. Bij een Reverse Convertible bepaalt de emittent van de obligatie of deze wordt afgelost in contanten a pari of in een vooraf vastgesteld mandje aandelen van het onderliggende fonds. De emittent van de Reverse Convertible Note loopt daardoor weinig risico. De emittent zal bij aflossing kiezen voor de meest gunstige optie. Dat wil zeggen: uitkeren in aandelen indien de waarde van de aandelen lager is dan de hoofdsom van de Reverse Convertible en uitkeren in contanten als de waarde van de onderliggende aandelen hoger is dan de hoofdsom van de Reverse Convertible. De onderliggende aandelen kunnen aandelen zijn van een Nederlands fonds, een buitenlands fonds, of een mandje van verschillende fondsen.

Bij de Reverse Convertibles loopt de belegger het risico een waarde in aandelen te ontvangen die ver beneden de nominale waarde van de obligatie ligt. Voor de risico's die de belegger bij deze vorm van obligaties loopt, ontvangt hij een hoge rentevergoeding. Bij Reverse Convertible obligaties ligt de couponrente vaak rond de 10 procent en kan in sommige gevallen zelfs oplopen tot 20 procent. In feite is de belegger in een Reverse

Convertible een verkoper van een putoptie, die aan de koper (de emittent) ervan het recht verleent om op de aflooptdatum aan de verkoper (de belegger) een bepaald aantal aandelen te leveren tegen een bepaalde prijs, zelfs als de onderliggende aandelen geen waarde meer hebben.

Er bestaan drie soorten Reverse Convertibles: gewone Reverse Convertibles, Knock-in en Knock-out Reverse Convertibles.

- Gewone Reverse Convertibles hebben gedurende de hele looptijd van de lening dezelfde vorm. De emittent bepaalt of de uitkering plaatsvindt in contanten of in aandelen, ongeacht de mate van stijging of daling van de koers van de aandelen.
- Knock-in Reverse Convertibles. Bij dit type Reverse Convertibles geldt dat op het moment dat de koers van de onderliggende aandelen door een van te voren bepaald niveau breekt, (bijvoorbeeld 75%) de obligatie overgaat in een Reverse Convertible. Tot op dat moment is de obligatie een gewone obligatie die aflosbaar is in contanten.
- Knock-out Reverse Convertibles. Bij dit type Reverse Convertibles geldt dat op het moment dat de koers van de onderliggende aandelen een van te voren bepaald niveau doorbreekt (bijvoorbeeld 130%) de obligatie overgaat in een gewone obligatie aflosbaar in contanten. Tot op dat moment is het een Reverse Convertible Note.