

# Weekly Bond Letter

CS RESEARCH



CREDIT SUISSE  
CS

## Schweiz

Rendite-Spread zu Deutschland (10 Jahre) unter  
200 Basispunkten; 5-7 jährige Bonds kaufen

## Deutschland

Hohes Emissionsvolumen im DM-Segment stösst  
auf grosses Interesse; 5-10 jährige Bonds kaufen

## USA

Im Banne des Budgetkonfliktes;  
Anleihen mit kurzer Laufzeit kaufen

## Bonität

FIPS und ALPS:  
Put-Option ausüben

CS Bond Research

15. Januar 1996 Nr. 82

## FIPS- und ALPS-Anleihen

### Put- und Call-Optionen in der ersten Hälfte 1996

Kurt Hess (01 333 24 15)

Im Laufe des Jahres 1986 waren eine ganze Reihe sogenannter FIPS-Anleihen (Foreign Interest Payment Securities) emittiert worden (siehe Übersichtstabelle auf nächster Seite). Diese Papiere ohne festen Endverfall zahlen Zinsen in US-Dollar. Als Spielart zu den FIPS wurde auch ein ALPS der Schwedischen Exportkredit aufgelegt, der einen festen Verfall hat, im übrigen aber vergleichbar strukturiert ist. Nach zehn Jahren Laufzeit steht bei diesen Papieren ab März 96 eine Neufestlegung der Coupons sowie ein Kündigungsrecht der Schuldner zur Rückzahlung der Anleihen in SFr an. Machen diese von ihrem Recht keinen Gebrauch, besteht danach eine **Kündigungsmöglichkeit seitens der Obligationäre**. Allerdings werden bei der Ausübung des "Puts" die Anleihen nur dann zu ihrem SFr-Nennwert zurückbezahlt, wenn der SFr/US\$-Wechselkurs über ca. 1.90 SFr/\$, dem bei Emission der Anleihen fixierten Wechselkurs, liegt. Bei den gegenwärtigen Kursen ist diese Konstellation sehr unwahrscheinlich, weshalb die Obligationäre nur eine Rückzahlung zum damals fixierten Wechselkurs in US\$ erhalten werden. Dieser Dollar-Betrag wird den Anlegern zu den aktuellen Wechselkursen in SFr gutgeschrieben. Liegt beispielsweise der Wechselkurs bei der PEPSICO FIPS-Anleihe am 18.4.1996 bei 1.15 SFr/\$, werden die Obligationäre nur 61.6% oder SFr 3080.- pro SFr 5000.- Nominalwert zurückerhalten. Die Rückzahlungsformel befindet sich in der Darstellung "Kündigungsablauf am Beispiel FIPS Pepsico 86-" unten.

Trotzdem ist aus heutiger Sicht **den Obligationären klar zu empfehlen, ihre Titel zur Rückzahlung anzumelden**. Bei den gegenwärtigen Wechselkursen sind die FIPS-Anleihen praktisch zu US\$-Bonds geworden. Nach der erwähnten Couponanpassung werden die FIPS-Anleihen für ihre Schuldnerqualität ungenügende Zinsen unter dem Niveau eines US-Treasury-Bond bezahlen. Gemäss unserem Bewertungsmodell werden sie dadurch unter dem Niveau des Rückzahlungspreises der Gläubiger Put-Option handeln. Deshalb sollten auch Investoren eine Rückzahlung der FIPS-Anleihe verlangen, die in US\$-Papieren engagiert bleiben wollen. Mit dem Erlös der Rückzahlung können sie sich US\$-Bonds zu Marktkonditionen kaufen. Weil die **Obligationen der Schwedischen Exportkredit 86-2011 (Valor 612123) momentan relativ teuer** sind, können sich Inhaber dieser ALPS-Anleihe auch jetzt schon von ihren Titeln trennen.

Die Anleihebedingungen geben den Schuldnerfirmen eine zweite Kündigungsmöglichkeit, wenn mehr als 75% der Obligationen gekündigt worden sind. Einige Obligationäre werden deshalb darauf spekulieren, dass die Schuldnerfirmen die verbleibenden Bonds zum Nennwert in Schweizer Franken tilgen werden. Sie könnten deshalb als **"Trittbrettfahrer"** zu einer höheren Rückzahlung als das Gros der Obligationäre kommen. Auf der anderen Seite müssen sie natürlich mit empfindlichen Kursverlusten ihrer FIPS-Papiere rechnen, wenn ihre Strategie nicht aufgeht.

### Kündigungsablauf am Beispiel FIPS Pepsico 86-; Kündigung per 18. April 1996

6. März 1996	<b>Interest Adjustment Date</b> Fixierung des Coupons für die nächsten 10 Jahre. Basis: 10-J US Treas. - 0.5%	→ neuer Coupon ca. 5 1/4% oder \$140.45 per SFr 5000.- nominal
8. März 1996	<b>1. Kündigungsmöglichkeit Schuldner</b> letzter Termin für Kündigung der ganzen Anleihe durch Schuldner zu 100% in SFr	
27. März 1996	<b>Kündigungsmöglichkeit Obligationäre</b> Rückzahlung nach untenstehender Formel:  $\text{Nennwert in SFr} \times \frac{\text{aktueller Wechselkurs SFr/\$}}{\text{fixierter Wechselkurs (1.869 SFr)}}$	→ bei einem Kurs von 1.15 SFr/\$ Rückzahlung von 61.6% des SFr Nominal-
4. April 1996	<b>2. Kündigungsmöglichkeit Schuldner</b> Wenn mindestens 75% der Obligationäre eine Rückzahlung verlangt haben, kann PEPSICO den Rest der Anleihe zu 100% in SFr zurückzahlen.	

## Übersicht FIPS/ALPS-Anleihen im Schweizer Obligationenmarkt

Valor	876689	876926	472454	894131	897713	898297	612123
Coupon	7.25%	7.00%	7.25%	7.50%	7.50%	7.50%	7.25%
<b>Emittent</b>	<b>GENL ELEC 86-</b>	<b>GM 86-</b>	<b>NORDIC INV. BK 86-</b>	<b>PEPSICO 86-</b>	<b>S. CALIF.GAS 86-</b>	<b>STD.OIL (OHIO) 86-</b>	<b>SVENSK EXP.86-11</b>
Rating	Aaa/AAA	A3/A-	Aaa/AAA	A1/A	A3/A+	Aa3/AA-	Aa3/AA+
Emissionsvolumen (SFr)	300 Mio	300 Mio	200 Mio	400 Mio	150 Mio	200 Mio	200 Mio
Lead Manager/Paying Agent	Credit Suisse	Credit Suisse	Bank Leu	Credit Suisse	Bank v. Ernst	Warburg /SBC Warb.	Citicorp
12.1.96							
Preis Geld	58.00	61.50	58.00	61.50	56.50	56.50	62.00
Preis Brief	58.50	62.50	59.00	62.00	58.00	57.25	63.00
Rendite auf Put Geld/Brief (%)	14.28/11.35	11.31/7.68	8.14/3.95	11.61/8.57	16.96/9.11	14.26/10.36	5.21/0.41
Zins in US\$ (*)	US\$184.71	US\$188.83	US\$181.61	US\$200.64	US\$188.21	US\$186.57	US\$192.10
Fester Kurs SFr/\$	1.9625	1.8535	1.9960	1.8690	1.9925	2.01	1.8870
Put Datum	ab 30.4.96 alle 10 J.	ab 25.6.96 alle 10 J.	ab 10.6.96 alle 10J.	ab 18.4.96 alle 10J.	ab 14.5.96 alle 10J.	ab 15.5.96 alle 10J.	ab 12.5.1996 alle 5 J.
Deadline Put Ausübung	9.4.96	3.6.96	20.5.96	27.3.96	30.4.96	23.4.96	28.4.96
Voraussichtlicher Put Betrag (%) (**)	59.28	62.76	58.28	62.24	58.38	57.88	61.65
Nächstes Interest Adjustment Date	15.3.96 alle 10 J.	9.5.96 alle 10 J.	28.4.96 alle 10 J.	6.3.96 alle 10 J.	3.4.96 alle 10 J.	1.4.96 alle 10 J.	31.3.96 alle 5 J.
Coupon Berechnungsbasis	10Y US Treas.- 0.5%	10Y US Treas.- 0.5%	10Y US Treas.- 0.5%	10Y US Treas.- 0.5%	10Y US Treas. flat	10Y US Treas.- 0.5%	5Y US Tr.-0.65%
Voraussichtlicher Coupon (%)	5.250	5.250	5.250	5.250	5.750	5.250	4.875
Zins in US\$ ab Put Datum(*)	US\$133.76	US\$141.62	US\$131.51	US\$140.45	US\$144.29	US\$130.60	US\$129.17
Erwarteter Handelspreis am nächsten Put Datum unter Annahme einer fairen \$-Rendite von:	55.46 6.13%	57.34 6.45%	52.50 6.64%	57.07 6.40%	55.64 6.40%	53.83 6.21%	56.90 6.74%

Berechnungen basieren auf :

Kursdatum : 12.01.96 14.50  
SFr/US\$ @1.1633  
10Y USTreas. +5.74%  
5Y USTreas. +5.43%

(\*) Zins in US\$ pro SFr 5000.- Nominalwert

(\*\*) Am Put-Datum können die Obligationäre ihr Kapital nach folgender Formel zurückverlangen:

$$\text{Rückzahlung in SFr} = \text{Nennwert in SFr} \times \frac{\text{aktueller Wechselkurs SFr/\$}}{\text{fester Wechselkurs SFr/\$}} ; \text{ maximal jedoch der Nennwert in SFr.}$$

Diese Publikation dient nur zu Informationszwecken. Sie bedeutet kein Angebot und keine Aufforderung seitens der Schweizerischen Kreditanstalt zum Kauf oder zum Verkauf von Wertpapieren. Hinweise auf frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft. Die Analysen und Schlussfolgerungen in dieser Publikation wurden durch die Schweizerische Kreditanstalt erarbeitet und können vor ihrer Weitergabe an die Kunden bereits für Transaktionen verwendet worden sein.

Kopien unter Quellenangabe gestattet. Kunden besorgen die Publikation über ihren SICA-Kundenberater. SICA-Mitarbeiter direkt beim Investment Research.

Schweizerische Kreditanstalt, Investment Research, 8070 Zürich, Tel (01) 333 20 11, Fax (01) 333 65 16.