

Boekbespreking

*Analysis of Equity Warrants as
Investment and Financing Instruments*

C.H. Veld

Tilburg University Press, 1992
ISBN 90-361-9872-0

De onderhavige publikatie vormt het proefschrift waarop de auteur recentelijk is gepromoveerd aan de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg. Met deze dissertatie heeft Veld in ons land zijn naam gevestigd als bij uitstek deskundige op het gebied van warrants en het ermee verbonden onderzoek.

In zijn inleiding constateert de auteur dat warrants op de Nederlandse kapitaalmarkt sinds het einde van de jaren zeventig in toenemende mate populair zijn geworden, en deze toenemende populariteit verklaart zijn keuze van het onderwerp van onderzoek. Zoals ook uit de titel blijkt, heeft het onderzoek zich gericht op de warrant in zijn hoedanigheid als beleggingsobject en als financieringsinstrument voor ondernemingen. Tegen deze achtergrond heeft het proefschrift een heldere opzet. Na de inleiding volgt een overzicht van de kenmerken van warrants en ermee verwante instrumenten, en een inventarisatie en ordening van terminologie en begripsbepaling. Vervolgens zijn twee hoofdstukken (3 en 4) gewijd aan de warrant als beleggingsobject en in twee hoofdstukken (5 en 6) wordt de warrant onderzocht als financieringsinstrument. Voorafgaand aan het samenvattende en afsluitende hoofdstuk 8 is nog een hoofdstuk (7) opgenomen dat zich specifiek richt op de talrijke door Japanse ondernemingen uitgegeven warrants. Belangrijke delen van het proefschrift zijn gebaseerd op reeds gepubliceerd werk (onder meer in dit Maandblad), maar het boek is geen 'verzamelbundel' geworden; integendeel, het vormt een goed leesbaar geheel en is met veel zorg uitgevoerd. De in het Engels gestelde tekst is voorzien van een Nederlandse samenvatting.

Veld leidt het verslag van zijn onderzoek in met een uitgebreide inventarisatie en analyse van de terminologie die in de literatuur en in de praktijk wordt toegepast op het gebied van aandeelwarrants,

conversierechten en andere verschijningsvormen van de koop- en verkoopoptie in de financiering en belegging. Hij construeert in dit verband een soort 'stamboom' (p. 10) en tracht de heersende begripsverwarringen op te heffen door een ondubbelzinnige terminologie voor te stellen. Hij onderscheidt 'put warrants' naast 'call warrants'. Binnen de laatstgenoemde categorie beperkt zijn onderzoek zich tot de 'equity call warrant', omschreven als 'a right issued by a company to buy a certain number of new shares in this company' (p. 11). Hieronder vallen de gangbare aandeelwarrant ('equity call warrant in a strict sense'), het conversierecht verbonden aan converteerbare obligaties en het voorkeursrecht bij emissie van aandelen. Bij eerste lezing doen de terminologische exercities nogal elementair en overdreven fijnzinnig aan, maar bij nadere beschouwing meen ik dat de auteur er goed aan heeft gedaan af te dalen tot op de bodem van de begripsbepaling. Het inventariserende hoofdstuk 2 gaat voorts uitgebreid in op de diverse verschijningsvormen en regelingen die relevant zijn met betrekking tot warrants en conversierechten, en geeft als zodanig een veelomvattend overzicht.

Hoofdstuk 3 is sterk analytisch van aard. Het gaat in op de theoretische waarde-bepaling van warrants. De auteur besteedt in dat verband veel aandacht aan diverse modellen voor de waardering van (koop-)opties. Tevens gaat hij uitgebreid in op het empirische onderzoek naar de bruikbaarheid van de verschillende modellen ten behoeve van de waardering van warrants. Dit hoofdstuk is naar zijn aard tamelijk 'technisch'; de auteur geeft er blijk van de onderhavige materie naar behoren te beheersen.

In hoofdstuk 4 doet Veld verslag van een interessant onderzoek op de Nederlandse vermogensmarkt. Allereerst berekent hij modelprijzen voor warrants en vergelijkt deze met de waargenomen marktprijzen. Voor de beide gehanteerde modellen blijken de marktprijzen gemiddeld duidelijk hoger te zijn dan de modelprijzen. In dit verband wordt ook geconstateerd dat Nederlandse warrants overgevalueerd zijn in vergelijking met diverse buitenlandse (waaronder Japanse) warrants. Vervolgens vergelijkt de auteur de waardering van warrants met die van langlopende call-opties. Ook hierbij blijken de warrants overgevalueerd te zijn. Aangezien enkele van de warrants betrekking hebben op aandelen waarop te-

zelfdertijd ook langlopende call-opties werden verhandeld, lijkt hier sprake van een onvolkomen werking van de markt. In een poging de persisterende verschillen in marktwaardering te verklaren heeft Veld onder meer via interviews getracht te achterhalen welke beleggers de warrants, c.q. langlopende call-opties in hun portefeuilles hebben. Hij vindt aanwijzingen dat warrants vooral worden gehouden door 'kleine' beleggers.

Hoofdstuk 5 richt zich op de warrant als instrument voor de financiering van ondernemingen. De auteur start zijn beschouwing vanuit de financieel-economische theorie van de onderneming, meer in het bijzonder de theorie van de vermogensstructuur. Hoewel deze theorie wordt geïntroduceerd als het conceptuele kader voor de erop volgende analyse, komt dit in mijn ogen niet goed uit de verf; de theoretische introductie blijft enigszins in de lucht hangen. In het vervolg van het hoofdstuk worden uiteenlopende motieven voor de uitgifte van converteerbare obligatieleningen en warrantleningen besproken. Dit resulteert in een interessant overzicht. Aangezien Veld deze motieven, specifiek betrokken op warrantleningen, in een artikel elders in dit nummer van het MAB bespreekt, volsta ik met een verwijzing naar dit artikel. De warrantlening wordt in eerste instantie op één lijn gesteld met de converteerbare obligatielening. Het hoofdstuk bevat dan ook in tweede instantie een vergelijking van de motieven voor de uitgifte van obligaties-met-warrants en die van converteerbare obligaties. En vermeldenswaard is het volledige overzicht van alle converteerbare obligatieleningen die in ons land zijn uitgegeven sinds 1976 (pp. 243-244), evenals bijvoorbeeld het bij hoofdstuk 2 opgenomen overzicht betreffende alle warrant-emissies sinds het genoemde jaar (pp. 53-54).

Hoofdstuk 6 vormt een direct empirisch vervolg op de in hoofdstuk 5 besproken motieven voor de uitgifte van warrantleningen. Aangezien ook dit onderdeel van het proefschrift in het elders in dit nummer opgenomen artikel wordt samengevat, volsta ik ook hier met verwijzing naar dit artikel. De bruikbaarheid van interviews ter 'toetsing' van economisch-theoretische overwegingen dient naar mijn mening zeer genuanceerd te worden beschouwd; een dergelijke beschouwing komt in Velds dissertatie niet naar voren. Niettemin acht ik het een verdienste van de auteur dat hij zich heeft begeven op dit - voor het vak-

gebied van de financiering ongebruikelijke - pad van onderzoek. (Zoals reeds is vermeld wordt als onderdeel van hoofdstuk 4 ook een dergelijke aanpak gevolgd).

Hoofdstuk 7 (aangaande Japanse warrants) hangt er binnen de compositie van het geheel enigszins bij. Ook de inhoud heeft een enigszins afwijkend karakter. Overigens is het begrijpelijk dat in dit proefschrift de Japanse warrants in de beschouwing worden betrokken, alleen al vanwege het hoge aantal emissies (meer dan 1400) in de loop van de jaren tachtig. Het hoofdstuk bevat diverse interessante beschrijvingen, maar in het kader van het onderhavige proefschrift vraagt het op velerlei punten om uitbreiding en verdieping. Naar mijn mening zou het de voorkeur verdienen dit gedeelte als een aparte publikatie te bestemmen. Wellicht komt het (in een uitgebreidere versie) hier nog wel eens van.

In het voorgaande is reeds op enkele punten een beoordeling opgenomen. Samenvattend meen ik dat Veld een zeer nuttig en degelijk onderzoek heeft verricht, waarvan hij op heldere wijze verslag doet in het onderhavige boek. Het sterke punt van deze dissertatie ligt mijns inziens vooral in de brede, veelomvattende opzet ervan. Een dergelijke opzet brengt het gevaar met zich mee dat op onderdelen de diepgang te kort kan schieten. Veld heeft naar mijn mening dit gevaar grotendeels weten te ontwijken; wellicht het minst in het hoofdstuk 5. Ik meen dat in dit

hoofdstuk de financieel-economische theorie wat strakker en uitgebreider had kunnen worden gehanteerd. Zoals ik in het voorgaande reeds opmerkte, blijft dit element van de bespreking na de theoretische paragraaf (5.2) enigszins in de lucht hangen.

Deze kanttekening doet evenwel geen afbreuk aan mijn waardering voor de onderhavige studie; het is een goed proefschrift. In dit verband is het vermeldenswaard dat Veld er in is geslaagd zijn onderzoek binnen de 'moderne' termijn van vier jaar te voltooien. Mede om deze reden verdient deze studie een waardige plaats in de rij van dissertaties-nieuwe-stijl op het vakgebied van de financiering en belegging, die aan het ontstaan is met het aantreden van universitaire AIO's (assistenten in opleiding).

Prof. Dr. F.M Tempelaar

Prof. Dr. F.M. Tempelaar is hoogleraar in de Bedrijfseconomie, in het bijzonder de Ondernemingsfinanciering, aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Binnengekomen boeken

De (internationale) koopovereenkomst
Serie Actueel Recht en Bedrijf
Mr. A.E. Driessen en Mr. V.L. Koppe
Uitgever: Account/Advies B.V.

Kengetallen: theorie en praktijk
Drs. R.M. Vijn
Uitgever: Samsom
Prijs: f 38,50

FED Fiscale Vraagstukken
Belastingvraagstukken met uitwerking
O.r.v. Mr. I.J.F.A. van Vijfeijken
Uitgever: FED, Deventer
Prijs: f 55,-

Strategie en Management
H.G. Krijnen
Uitgever: Wolters Noordhoff,
Groningen
Prijs: f 67,-

Inleiding in het Nederlandse Recht
7e druk
J.W.P. Verheugt, B. Knottenbelt,
R.A. Toppinga
Uitgever: Gouda Quint

Op weg met de Brede Herwaardering
Serie FED Actualiteiten
Mr. N. Brink
Uitgever: FED, Deventer
Prijs: f 47,-

Boekbespreking

Technologie en Strategisch Management. De invloed van technologie op bedrijven en hoe ermee om te gaan

Frambach, R.T. en E.J. Nijssen (redactie)

Uitgever: Lemma, Utrecht, 1992, 285 pp.

Zoals in het voorwoord is aangegeven, signaleert de redactie een toenemende onderkenning van het belang van het strategisch management van technologie. In lijn hiermee ontstaat een toenemende behoefte aan inzicht in de relatie tussen technologie en strategie. Het boek *Technologie en Strategisch Management* tracht, in plaats van één invalshoek, een bredere benadering te hanteren waarin een meer strategisch verantwoord totaaloverzicht van de onderneming en haar technologische omgeving wordt voorgestaan.

In het boek wordt daartoe eerst het algemeen economisch kader geschetst, waarbinnen de problematiek van het strategisch management van technologie kan worden geplaatst. Vanuit een breed kader en hoog abstractieniveau is het aandachtsveld in het boek gaandeweg steeds verder verengd en is het abstractieniveau verlaagd. Aldus worden relevante concepten inzake strategisch technologie-management eerst in algemene zin en in samenhang besproken, waarna aan concrete invulling en toepassing ervan aandacht wordt besteed.

Bovendien is getracht de samenhang te versterken door middel van introducties die verbindende tekst tussen de hoofdstukken vormen.

Het boek bestaat uit vijf delen, te weten: technologische ontwikkelingen (1), technologie-management (2), strategische managementinstrumenten (3), praktijkvoorbeelden (4) en een slotbeschouwing (5). Het tweede deel (technologie-management) neemt daarbij meer dan de helft van het boek in beslag. De delen 2, 3 en 4 worden elk ingeleid door de redactie. In de inleiding (deel 1, hoofdstuk 1) beschrijft de redactie en W. H.J. de Freytas het toenemende strategische belang van technologie en vormt daarmee de basis van het boek. In het volgende hoofdstuk (1,2) belichten Th.W.P. van Dijk en L.

Soete technologiebeleid vanuit een economisch perspectief.

In deel 2 diept de redactie eerst het belang van de technologie in het kader van strategisch management verder uit, waarna B. Nooteboom in een wat algemener hoofdstuk (2,4: Technologie, bedrijf en omgeving) ingaat op vraagstukken betreffende de relatie van produkt- en procesinnovatie, informatietechnologie en de diffusie van innovaties. B. van den Hoogen geeft daarop zijn visie op strategie en produktiebesturing. Hij vergelijkt hierin onder meer de westerse en Japanse visie en schenkt aandacht aan de keuze tussen de verschillende produktiebesturingssystemen als MRP, JIT en OPT. In een meer theoretisch hoofdstuk onderzoekt J.G.J.M. Benders de relatie tussen fabricagetechnologie en arbeidsorganisatie (2,6). M. Hetebrij en B.F.L. Jonker onderzoeken in het volgende hoofdstuk de gevolgen van de invoering van een nieuwe technologie op met name de 'operator'functie. P.M.A. Ribbers ver- kent in 2,8 de relatie tussen strategie en informatietechnologie.

Het volgende deel (3) betreft strategische managementinstrumenten. Frambach trapt hier de bal af (3,9) met het inventariseren van een aantal instrumenten voor een technologie-analyse, waaronder de technologie portfolio. In 3,10 gaan J.W.C.M. Cobbenhagen en J.F. den Hertog de waarde na van 'technology assessment' voor het bedrijfsbeleid.

Deel 4 geeft drie praktijkvoorbeelden: strategische beslissingen inzake produktietechnologie: carriers in de eindmontage bij Volvo Car door H. van den Boom, fabricagetechnologie en arbeidsorganisatie: een praktijkvoorbeeld uit de procesindustrie door J.G.J.M. Benders en ten slotte het managen met en het managen van informatiesystemen door A.A.J. Holtgreffe.

Het laatste en kortste deel 5, geeft een recapitulatie en een toekomstvisie van de redactie. Het bevat een samenvatting van de belangrijkste trends welke de literatuur worden onderkend als zijnde van belang voor het strategisch management van technologie in de komende jaren.

Het boek bestrijkt vele facetten van de technologie. Zowel proces-, produkt- als informatietechnologie komen aan de orde. Ook is er aandacht voor produktiebesturing en de consequenties van een nieuwe technologie voor de werkvloer. Verder ook voor diffusie van innovaties en 'tech-

nology assessment' en specifieke technieken. De aard van hoofdstukken varieert tussen een theoretische beschouwing tot en met het beschrijven van een groot aantal technieken. Het niveau van de behandelingen is goed. De artikelen zijn ook goed leesbaar. De omslag, layout, lettertype, figuren en vormgeving ogen zonder meer uitstekend.

Het boek bestrijkt een breed terrein en derhalve voor een oriëntatie heel geschikt voor studenten en docenten van het HBO en universiteiten; maar ook als aanvulling op een diepergaande studie. Ook al omdat het één van de weinige boeken op dit terrein is. Zelfs in het Engels zijn er maar weinig boeken, die vergelijkbaar zijn. Het zal ook goede diensten kunnen bewijzen voor bedrijfsfunctionarissen voor de voeding van hun gedachtenproces over strategie en technologie en de communicatie hierover met collega's. Tot slot is het van belang voor organisatieadviseurs bij het hanteren van concepten of concrete instrumenten.

Een breed boek heeft ook nadelen. Het kan niet echt diep ingaan op alle behandelde facetten. Voor een volgende druk, die het boek zonder meer verdient, geef ik de redactie en de uitgever in overweging zich nog meer dan nu te richten op het thema dat het boek beoogt: de relatie tussen strategie en technologie en de praktijkvoorbeelden navenant uit te breiden. Juist omdat deze relatie, zoals de redactie betoogt, zo belangrijk is.

Kortom: indien technologie en strategie uw interesse heeft, hoort dit boek – na lezing – op uw boekenplank.

Dr. Ir. Ing. Nagel

Dr. Ir. Ing. A.P. Nagel studeerde werktuigbouwkunde en bedrijfskunde. Hij is docent strategische beleidsvorming en strategische produktinnovatie, TU Eindhoven en zelfstandig gevestigd organisatie-adviseur.