

- Cushing Barry E. and Loebbecke James K., 1986, Comparison of audit methodologies of large accounting firms, *Studies in Accounting Research* no. 26, American Accounting Association.
- Dirmsmith Mark W. and McAllister John P., 1982, The organic vs. the mechanistic audit: problems and pitfalls (part 1 en 2) *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, spring 1982, vol. 5 en fall 1982, vol. 6.
- Holstrum Gary L., 1984, Discussant's response to the case for the structured audit, Audit symposium 7, University of Kansas symposium on auditing problems.
- Huff Bruce N. and Kelly Thomas P., 1989, Quality review and you, *Journal of Accountancy*, February 1989 p. 34.
- Kinney William R., 1986, Audit technology and preferences for auditing standards, *Journal of Accounting and Economics* 8 (1986) pp. 73-89, North-Holland.
- Mullarkey John, 1984, *The case for the structured audit*, Audit symposium 7, University of Kansas symposium on auditing problems.
- Mutchler J. F. and Williams D. D., 1989, *Further examination of the relation between auditor judgments and audit structure*, The Ohio State University, February 8, 1989.
- Sullivan Jerry D., 1984, *The case for the unstructured audit approach*, Audit symposium 7, University of Kansas symposium on auditing problems.

Het gebruik van een warrant-obligatielening als alternatief voor een converteerbare obligatielening

Drs. C. H. Veld

1 Inleiding¹

De converteerbare obligatielening geniet als financieringsinstrument al geruime tijd bekendheid in ons land. Een financieringsvorm die veel overeenkomsten vertoont met de converteerbare obligatielening is de combinatie van een obligatielening en aandelenwarrants. Deze is van meer recente datum.

Een uitgebreide bespreking van de verschillende warrantsoorten kan worden gevonden bij Duffhues². In dit paper zullen wij ons beperken tot aandelenwarrants, in het vervolg kortweg aan te duiden als warrants.

Een converteerbare obligatie kan feitelijk worden beschouwd als een bijzondere warrant-obligatie: het betreft een obligatie met een, niet los verhandelbare, warrant.

In 1980 schreef Cremers³ in het MAB dat de warrant-obligatielening, ook wel kortweg aangeduid als warrantlening, op theoretische gronden zowel voor de onderneming als de vermogensmarkt te prefereren zou zijn boven de converteerbare obligatielening. Het feit dat de warrantlening op dat

Drs. C. H. Veld studeerde economie aan de Katholieke Universiteit Brabant, thans als onderzoeker verbonden aan deze universiteit, sectie Ondernemingsfinanciering.

moment in Nederland vrijwel nog niet werd gebruikt, schreef hij toe aan de onbekendheid van deze financieringsvorm in ons land.

In de laatste jaren is de bekendheid van de warrantlening in ons land behoorlijk toegenomen. Desondanks zijn er de laatste jaren meer converteerbare obligatieleningen geëmitteerd dan warrantleningen.

In dit artikel zullen wij het gebruik van de warrantlening en de converteerbare obligatielening als financieringsinstrument vergelijken. Wij zullen trachten te verklaren waarom de converteerbare obligatielening frequenter is gebruikt dan de warrantlening.

2 Het gebruik van de warrantlening en de converteerbare obligatielening in Nederland vanaf 1976

In tabel 1 is het werkelijk gebruik van de warrantlening en de converteerbare obligatielening voor de periode vanaf 1976 tot en met het eerste halfjaar van 1988 opgenomen. De aantallen geëmitteerde warrantleningen en converteerbare obligatieleningen zijn te laag om er betrouwbare con-

clusies uit te trekken. Desalniettemin is het mogelijk om enkele tendenties te signaleren.

Uit tabel 1 kunnen wij constateren dat tot 1983 vrijwel geen warrantleningen zijn geëmitteerd, terwijl het aantal uitgegeven converteerbare obligatieleningen ook op een laag niveau ligt.

In 1983 zien wij dat een relatief groot aantal warrantleningen is geëmitteerd. Hiertegenover staat slechts de emissie van één converteerbare obligatielening in dat jaar.

Het grootste deel van de in 1983 en 1984 geëmitteerde warrantleningen kan volgens Tempelaar⁴ worden beschouwd als laagrentend.

Bij een laagrentende warrantlening is de coupon-interestvoet voor de obligatie lager dan het gangbare percentage op dat moment. Dit is mogelijk door de toevoeging van een warrant. Het is voor een onderneming aantrekkelijker om een laagrentende warrantlening uit te geven dan een laagrentende converteerbare obligatielening. In het laatste geval betekent een uitoefening van het conversierecht namelijk dat de obligatie, die voor de onderneming aantrekkelijk is vanwege de lage coupon-interestvoet, moet worden ingeleverd. In het geval van de laagrentende warrantlening verwerft de onderneming bij een uitoefening van de warrant nieuw eigen vermogen, terwijl ze geen afstand hoeft te doen van het goedkope vreemd vermogen.

In 1985 en 1986 zien we dat veel converteerbare obligatieleningen zijn uitgegeven (17 emissies), terwijl het aantal warrantleningen hierbij achterblijft (7 emissies).

In de volgende paragrafen zullen wij ingaan op de voor- en nadelen die de warrantlening en de converteerbare obligatielening ten opzichte van elkaar hebben.

Fiscale aspecten

Eind februari 1986 maakte de staatssecretaris van Financiën, door middel van een aanschrijving aan de belastingdienst, een einde aan het veelvuldige gebruik van de laagrentende warrantlening. Vanaf het moment van de aanschrijving wordt ingeval van een laagrentende warrantlening de warrant beschouwd als een deel van de interestvergoeding op de obligatie.

Een warrantlening wordt door de staatssecretaris

Tabel 1: Aantallen warrantleningen en converteerbare obligatieleningen uitgegeven in de periode van 1976 tot en met juni 1988 waarbij na uitoefening van het optierecht aandelen kunnen worden verkregen van officieel ter beurze genoteerde Nederlandse ondernemingen

Jaar	Aantal warrantleningen	Aantal converteerbare obligatieleningen
1976	1	4
1977	2	1
1978	0	1
1979	0	0
1980	0	2
1981	0	0
1982	0	0
1983	5	1
1984	2	1
1985	2	8
1986	5	9
1987	3	1
1988	0	3
Totaal	20	31

als laagrentend beschouwd indien de coupon-interestvoet van de obligatie ten minste een half procent lager ligt dan de markt-interestvoet. Deze aanschrijving kan overigens ook worden toegepast op converteerbare obligatieleningen. Voor een uitgebreide bespreking van deze maatregel verwijs ik naar publikaties van Tempelaar en Juch⁵.

3 Voordelen verbonden aan het gebruik van de warrantlening

3.1 Voordelen voor de houders van warrant-obligaties

In de inleiding is al gezegd dat de converteerbare obligatie feitelijk te beschouwen is als een obligatie waaraan een, niet los verhandelbare, warrant is verbonden. Dit betekent dat de houder van een converteerbare obligatie minder mogelijkheden heeft dan de houder van een warrant-obligatie.

De houder van een converteerbare obligatie heeft binnen de conversieperiode de volgende mogelijkheden:

- a de obligatie en het conversierecht aanhouden;
- b de obligatie en het conversierecht verkopen;
- c de obligatie inleveren en het conversierecht uitoefenen.

De houder van de warrant-obligatie heeft de mogelijkheden a en b, welke analoog zijn aan die van de converteerbare obligatiehouder en bovendien kan hij:

- d de obligatie aanhouden en de warrant verkopen;
- e de obligatie verkopen en de warrant aanhouden;
- f de obligatie aanhouden en de warrant uitoefenen;
- g de obligatie verkopen en de warrant uitoefenen.

De houder van de warrant-obligatie kan dus profiteren van de belangstelling op twee deelmarkten, namelijk die van de rustige belegger in vastrentende waarden en die van de speculatief ingestelde belegger. Dit betekent dat indien een onderneming zou overgaan tot uitgifte van een warrantlening of tot uitgifte van een converteer-

bare obligatielening, terwijl beide leningen volstrekt dezelfde voorwaarden zouden bezitten, de vermogensmarkt ceteris paribus altijd voorkeur zal tonen voor de warrantlening om de aangegeven reden. Uiteraard zal de onderneming hiervan gebruik maken bij het vaststellen van de prijs.

3.2 Flexibiliteitsvoordelen van de warrantlening
Cremers⁶ stelt dat de ondernemingsleiding twee mogelijkheden heeft om flexibiliteit in de warrantvoorwaarden op te nemen die zich bij een converteerbare obligatielening, zonder bij- of terugbetalingsregeling, niet kunnen voordoen en wel:

- 1 vaststelling van een ongelijke grootte van het door warrants te verwerven eigen vermogen en de nominale obligatiewaarde van de warrantlening;
- 2 vaststelling van een verschillende looptijd van de lening en de warrants.

Deze flexibiliteitsvoordelen zullen wij in twee afzonderlijke subparagrafen bespreken.

3.2.1 De vaststelling van een ongelijke grootte van het te verwerven eigen en vreemd vermogen

Met betrekking tot het eerste door Cremers genoemde voordeel, dat een ongelijke grootte van het door warrants te verwerven eigen en het door obligaties te verwerven vreemd vermogen kan worden aangetrokken, kunnen we opmerken dat hier geen sprake is van een reëel flexibiliteitsvoordeel indien men wel rekening houdt met de mogelijkheid van bijbetaling of terugbetaling bij conversie.

Indien bij een converteerbare obligatielening een terug- of bijbetalingsregeling wordt opgenomen, heeft de ondernemingsleiding de mogelijkheid om op een relatief eenvoudige wijze een ongelijke grootte vast te stellen van het door obligaties te verwerven vreemd vermogen en het door conversie te verwerven eigen vermogen. In de praktijk blijkt dat ondernemingen die converteerbare obligatieleningen aangaan, niet veel gebruik maken van deze mogelijkheid. Voor zover bekend is dit een typisch Nederlandse constructie die op z'n retour is.

Een onderzoek onder de 31 sinds 1976 geëmitteerde converteerbare obligatieleningen levert op

dat in slechts 3 gevallen gebruik werd gemaakt van een bijbetalingsregeling en dat in slechts 1 geval sprake was van een terugbetalingsregeling. In de overige 27 gevallen was het te verwerven bedrag aan eigen en vreemd vermogen dus gelijk. Deze bevindingen staan in scherp contrast tot het gedrag van ondernemingen in de jaren vijftig en zestig. Blijkens een onderzoek van Scheffer⁷ was toen een relatief hoge bijstorting bij conversie niet ongewoon. In een aantal gevallen bedroeg deze bijstorting meer dan het oorspronkelijke leningbedrag.

Een onderzoek onder de 20 warrantleningen doet constateren dat in alle gevallen een ongelijke grootte werd vastgesteld van het door warrants te verwerven eigen en het door obligaties te verwerven vreemd vermogen. In de meeste gevallen was het bedrag van aan te trekken eigen vermogen kleiner dan het bedrag van het aangetrokken vreemd vermogen. Het grootst was dit verschil bij de emissie van Bredero Verenigde Bedrijven in 1985. Bredero verwierf 35 miljoen gulden door het plaatsen van obligaties, terwijl er door de warrantuitoefening slechts 7 miljoen gulden zou worden verworven.

De emissie van de Amro-Bank in 1986 is het beste voorbeeld van een onderneming die meer eigen dan vreemd vermogen wenste aan te trekken. De Amro-Bank verwierf ongeveer 244 miljoen aan vreemd vermogen, terwijl het door warrants te verwerven eigen vermogen 360 miljoen bedroeg.

3.2.2 *De mogelijkheid om een ongelijke looptijd voor de warrants en de obligaties vast te stellen*

Aan het tweede door Cremers genoemde voordeel, het feit dat een ongelijke looptijd voor de warrants en de obligaties kan worden vastgesteld, kunnen op het eerste gezicht twee voordelen worden ontleend.

Het eerste voordeel is dat de onderneming, in geval van de warrantlening, de uitoefeningsperiode van de warrants korter of langer kan stellen dan de looptijd van de obligaties.

Het tweede voordeel is dat de onderneming eigen vermogen kan verwerven door de uitoefening van de warrants, terwijl zij haar vreemde vermogen behoudt, doordat de obligaties nog uitstaan. Wij zullen op beide voordelen ingaan.

Het eerste 'voordeel', het korter of langer stellen van de uitoefeningsperiode van de warrants dan de looptijd van de obligatielening, kan voor wat betreft het 'korter stellen' in het geval van de converteerbare obligatielening op een vergelijkbare manier worden gerealiseerd. Dit kan worden gedaan door de conversieperiode niet direct na de emissie in te laten gaan of op andere wijze de conversieperiode korter te stellen dan de maximale looptijd van de obligaties. Het lijkt interessant om te bezien in hoeverre in de praktijk gebruik wordt gemaakt van deze mogelijkheden. Een onderzoek onder de 31 converteerbare obligatieleningen die sinds 1976 zijn uitgegeven doet ons constateren dat tussen de stortingsdatum en de dag waarop conversie voor het eerst mogelijk is, in 14 gevallen een periode ligt met een minimale lengte van een jaar. Uitschieter is de converteerbare obligatielening van Hagemeyer N.V., daterend uit 1988, waarbij conversie pas 4½ jaar na emissie mogelijk is. Dit gegeven vinden wij voor de flexibiliteit niet zo van belang aangezien de conversiekoers in het algemeen dusdanig ver boven de vigerende beurskoers bij emissie ligt dat conversie in de eerste jaren meestal toch niet aantrekkelijk is.

Belangrijker voor de flexibiliteit lijkt ons de vraag of de converteerbare obligaties tot aan het einde van de looptijd kunnen worden geconverteerd. Indien conversie *niet* mogelijk is tot aan het einde van de looptijd van de obligatielening dan worden de houders van de converteerbare obligaties gedwongen voortijdig een keuze te maken tussen conversie of de aflossing af te wachten.⁸ Van deze flexibiliteitsmogelijkheid werd door slechts 3 ondernemingen gebruik gemaakt. In de overige 28 gevallen was conversie mogelijk tot aan het einde van de looptijd van de obligatielening. Het is uiteraard niet mogelijk om de conversieperiode langer te stellen dan de looptijd van de obligatielening.

Een onderzoek onder de 20 warrantleningen die sinds 1976 zijn geëmitteerd, leidt tot conclusies die afwijken van de conclusies ten aanzien van de converteerbare obligatieleningen. In vrijwel alle gevallen blijkt warrant-uitoefening mogelijk te zijn binnen één jaar na uitgifte. Een belangrijke uitzondering hierop vormen de in 1984 door Bredero

Vastgoed geëmitteerde warrants die pas 2 jaar na uitgifte kunnen worden uitgeoefend.

Hierteenover staat dat in vrijwel alle gevallen gebruik werd gemaakt van de flexibiliteitsmogelijkheid om de looptijd van de warrants korter te stellen dan de maximale looptijd van de obligatielening. In slechts 3 gevallen was de looptijd van de warrants gelijk aan de maximale looptijd van de obligatielening. In de overige 17 gevallen was de looptijd van de warrants aanmerkelijk korter gesteld dan de maximale looptijd van de obligatielening.

In geen enkel geval werd de looptijd van de warrants langer gesteld dan de maximale looptijd van de obligatielening.

Het tweede voordeel, het feit dat de onderneming eigen vermogen kan verwerven door uitoefening van de warrants terwijl zij haar vreemd vermogen behoudt omdat de obligaties nog uitstaan, kan niet op een vergelijkbare wijze worden gecreëerd in het geval van de converteerbare obligatielening. In het laatstgenoemde geval gaat door conversie het vreemd vermogen teniet. Wij noemen dit voordeel hierna een liquiditeitsvoordeel, omdat door de uitoefening van warrants de liquiditeitspositie verbetert. Dit liquiditeitsvoordeel brengt echter hogere transactiekosten met zich mee dan het geval is bij converteerbare obligaties. In het laatste geval wordt namelijk alleen een obligatie omgewisseld tegen een aandeel, terwijl in het geval van de warrant-obligatie eerst eigen vermogen wordt aangetrokken door uitoefening van de warrants; pas na verloop van tijd wordt het obligatievermogen afgelost. Dit brengt per saldo twee keer transactiekosten met zich mee. Dit liquiditeitsvoordeel heeft mogelijk bij AT&T in 1970 de doorslag gegeven bij de keuze van een warrantlening boven een converteerbare obligatielening. AT&T emitteerde vijfjarige warrants in combinatie met dertigjarige obligaties. Volgens de financiële manager van AT&T, Scanlon⁹, had de onderneming al sinds 1968 dringend behoefte aan extra liquide middelen vanwege een verandering in het produktieprogramma. Door het aangaan van een obligatielening kon in de directe vermogensbehoefte worden voorzien. Bovendien gaven de warrants zicht op een verbetering van de liquiditeit en de solvabiliteit op termijn.

AT&T was de grootste onderneming die na de Tweede Wereldoorlog gebruik maakte van de warrant als financieringsinstrument. Zij slaagde er door deze emissie in een bedrag van 1,57 miljard aan eigen vermogen aan te trekken. De New York Stock Exchange zag zich door deze emissie zelfs genoodzaakt het uit 1919 daterende verbod op warrantnotering op te heffen.

Wij hebben onderzocht in hoeverre bij Nederlandse warrantemissies dit liquiditeitsvoordeel aanwezig was. In tabel 2 zijn enige data met betrekking tot de looptijd van de warrants en de bijbehorende obligaties verzameld.¹⁰

In tabel 2 nemen wij niet de uitoefeningsperiode maar de looptijd van de warrants als uitgangspunt. Onder de looptijd wordt verstaan de tijd die verstrijkt vanaf het tijdstip waarop de warrants worden verstrekt tot en met de vervaldag van de warrants. De looptijd hoeft niet gelijk te zijn aan de uitoefeningsperiode. Eerder in deze paragraaf hebben wij al gezegd dat warrants niet altijd direct na de uitgifte mogen worden uitgeoefend. Aangezien warrants meestal tot aan het einde van de looptijd worden aangehouden lijkt ons de looptijd belangrijker dan de uitoefeningsperiode.

In tabel 2 hebben wij het quotiënt van de looptijd van de warrants (= A) en de gemiddelde looptijd van de obligaties (= B) berekend. Dit quotiënt (A/B) blijkt voor 17 van de 20 warrantleningen kleiner dan 1 te zijn. Dit betekent dat de meeste ondernemingen die een warrantlening hebben uitgegeven behoefte hebben aan eigen vermogen door de uitoefening van warrants, voordat men overgaat tot de aflossing van het vreemd vermogen.

In slechts twee gevallen was de looptijd van de warrants en de obligaties hetzelfde (A/B = 1). Alleen bij het aangaan van een warrantlening door Nationale Nederlanden in 1976 was de factor A/B groter dan 1. In dat geval had men klaarblijkelijk pas behoefte aan eigen vermogen nadat de gemiddelde looptijd van de obligaties was verstreken.

Het mag tevens opmerkelijk worden genoemd dat in 6 van de 20 gevallen twee warrantsoorten werden verstrekt in combinatie met obligaties. Klaarblijkelijk beoogt men in dergelijke gevallen niet twee emissies, een directe plaatsing van

Tabel 2: Looptijd van de warrants en gemiddelde looptijd van de obligaties voor de in Nederland van 1976 tot en met juni 1988 geëmitteerde warrantleningen

Onderneming	Warrant-type	Looptijd warrant = A	Gemiddelde looptijd obligatielening = B	A/B
Nat. Ned. '76		12 jaar	8½ jaar	1,41
WUH '77	warrant A	4½ jaar	13 jaar	0,03
	warrant B	10½ jaar	13 jaar	0,79
Naard. Int. '77	warrant A	1½ jaar	10½ jaar	0,10
	warrant B	1½ jaar	10½ jaar	0,15
Ahold '83		3 jaar	8 jaar	0,38
Bredero '83		2½ jaar	8½ jaar	0,34
KLM '83	warrant A	½ jaar	8 jaar	0,01
	warrant B	4½ jaar	8 jaar	0,61
Philips '83		5 jaar	7 jaar	0,71
VNU '83		3 jaar	10 jaar	0,30
Bredero '84		3½ jaar	8½ jaar	0,36
Philips '84		5 jaar	7 jaar	0,71
Bredero '85		2½ jaar	8½ jaar	0,33
KLM '85		7 jaar	12½ jaar	0,55
AMRO '86		5 jaar	10 jaar	0,50
Bogamij '86		4½ jaar	8 jaar	0,61
Staal Bankiers '86	warrant A	3½ jaar	6½ jaar	0,50
	warrant B	5½ jaar	6½ jaar	0,81
ABN '86		10 jaar	10 jaar	1,00
NMB '86		7 jaar	7 jaar	1,00
Meneba '87	warrant A	3½ jaar	10½ jaar	0,38
	warrant B	9½ jaar	10½ jaar	0,95
v. Ommeren '87	warrant A	3 jaar	8½ jaar	0,35
	warrant B	5 jaar	8½ jaar	0,59
Stork '87		4½ jaar	8 jaar	0,61

vreemd vermogen en een plaatsing van eigen vermogen op termijn, maar drie emissies, te weten een directe emissie van vreemd vermogen en twee opeenvolgende emissies van eigen vermogen op termijn.

4 Voordelen verbonden aan het gebruik van de converteerbare obligatielening

4.1 De mogelijkheid van verplichte conversie

Een voordeel van de converteerbare obligatielening ten opzichte van de warrantlening is de mogelijkheid om de converteerbare obligaties op het einde van de looptijd *verplicht* te laten omzetten in aandelen.

Deze financieringsvorm, die op de internationale kapitaalmarkten niet geheel onbekend is, werd onlangs door 'HCS Technology N.V.' in Neder-

land toegepast. 'HCS Technology N.V.' kondigde in september 1988 de uitgifte aan van converteerbare obligaties waarvan de houders na 1 oktober 1990 de mogelijkheid zouden hebben om deze te converteren in aandelen. Aan het einde van de looptijd van de obligaties, op 1 oktober 1995 is conversie verplicht.

Een dergelijke mogelijkheid is voor de warrantlening niet toe te passen, omdat de warrant en de obligatie direct na de uitgifte los verhandelbaar zijn.

4.2 De mogelijkheid van vervroegde aflosbaarsstelling

Brealey en Myers¹¹ zijn van mening dat een onderneming waarvan warrant-obligaties uitstaan meer moeite zal hebben haar vermogensstructuur te beheersen dan een onderneming die

converteerbare obligaties heeft geëmitteerd.

Volgens Brealey en Myers kan een onderneming die warrants heeft uitgegeven het dividend verhogen en op die manier trachten om uitoefening te stimuleren. Een andere manier is om in de warrantvoorwaarden de bepaling op te nemen dat de uitoefeningsprijs tijdelijk verlaagd kan worden. Zij wijzen erop dat een onderneming die converteerbare obligaties heeft uitgegeven naast de eerder genoemde mogelijkheden van dividendverhoging en conversiekoersverlaging de voorwaarde kan opnemen om deze vervroegd aflosbaar te mogen stellen. Bij deze opmerking van Brealey en Myers willen wij echter twee kanttekeningen plaatsen.

- 1 Indien de converteerbare obligaties vervroegd aflosbaar worden gesteld dan moet de onderneming in het algemeen rekening houden met een 'boete' voor vervroegde aflossing, ook wel 'premium' genaamd.

De marktprijs van de onderliggende aandelen moet dus op een niveau liggen dat, zelfs rekening houdend met deze 'premium', het voor de houders van de obligaties nog aantrekkelijk is om conversie te verkiezen boven een terugbetaling in contanten. We kunnen hierbij aantekenen dat deze 'premium' meestal vrij laag ligt, dat wil zeggen slechts enkele procentpunten bedraagt.

- 2 Een onderneming waarvan warrant-obligaties uitstaan, kan ook de mogelijkheid opnemen om de warrants vervroegd in te trekken. De onderneming kan dan eventueel een vergoeding vastleggen voor de houders van de warrants wegens het derven van koerswinst. In het vervolg van deze paragraaf zullen wij deze mogelijkheid verder bespreken.

Na een empirisch onderzoek komen Marr en Thompson¹² tot de conclusie dat de vermogensmarkt bij het vaststellen van een prijs voor de converteerbare obligaties rekening houdt met de vraag of deze al dan niet vervroegd kunnen worden afgelost. De beleggers kunnen namelijk niet meer ten volle profiteren van de te behalen koerswinst op het onderliggende aandeel. Efficiënte vermogensmarkten zullen op een vergelijkbare wijze rekening houden met de mogelijkheid om de warrants vervroegd in te trekken.

Een onderzoek onder de 31 sinds 1976 geëmitteerde converteerbare obligaties levert op dat in 30 gevallen het recht om de obligatie vervroegd af te lossen is opgenomen. Alleen in het geval van de in 1988 door 'Hagemeyer' uitgegeven obligaties is dit niet het geval. Wij hebben tevens een aantal warrant-uitgiften sinds 1976 onderzocht. Dit zijn dan zowel emissies van warrants in combinatie met obligaties of aandelen als plaatsingen van warrants tegen contanten.

In 3 van de 31 gevallen had de onderneming de mogelijkheid opgenomen om de looptijd van de warrants te verkorten. Dit was het geval bij de plaatsingen van warrants tegen contanten door Akzo in 1986 en VNU en Atag Holding in 1987.¹³

De verkorting van de looptijd houdt in dat warranthouders op een bepaald moment voor het bereiken van de oorspronkelijke expiratedatum hun warrantrechten moeten effectueren dan wel onuitgeoefend moeten laten aflopen. In géén van de drie gevallen was een aanvullende bepaling opgenomen om de warranthouders een vergoeding te bieden voor de derving van de koerswinst op de onderliggende aandelen door de looptijdverkorting.

Als conclusie geldt dat de mogelijkheid om de converteerbare obligaties vervroegd aflosbaar te stellen wel gebruikelijk is, daarentegen is de mogelijkheid om warrants vervroegd in te trekken nog vrijwel niet toegepast. Wij veronderstellen dat ondernemingen in de keuze tussen de warrantlening en de converteerbare obligatielening vaak de voorkeur hebben gegeven aan de converteerbare obligatielening, omdat de voorwaarde dat de converteerbare obligaties vervroegd kunnen worden afgelost algemener is aanvaard dan de voorwaarde dat de warrants vervroegd kunnen worden ingetrokken.

Indien door de emissies van Akzo, VNU en Atag Holding de mogelijkheid om de warrants vervroegd in te trekken meer ingeburgerd raakt, kan de converteerbare obligatielening op dit punt aan relatieve aantrekkelijkheid inboeten.

5 Conclusie

In de financieringsliteratuur schrijft men een aantal voordelen toe aan de warrantlening ten

opzichte van de converteerbare obligatielening. Hiertegenover staat dat men ook voordelen toeschrijft aan de converteerbare obligatielening die de warrantlening niet zou kennen. In sommige gevallen berust dit op werkelijkheid en in andere gevallen op fictie.

Het feit dat de warrant en de obligatie afzonderlijk verhandelbaar zijn, is bij gelijke overige voorwaarden voor de vermogensmarkt reden om de warrantlening te prefereren boven de converteerbare obligatielening. De onderneming kan en zal hiermee rekening houden bij het vaststellen van de prijs, zodat van echte voordelen geen sprake zal zijn in efficiënte markten.

Cremers¹⁴ schrijft enige flexibiliteitsvoordelen toe aan de warrantlening die de converteerbare obligatielening, zonder bij- of terugbetalingsregeling niet zou hebben. Dit zijn ten eerste de vaststelling van een ongelijke grootte van het door warrants te verwerven eigen vermogen en de nominale obligatiewaarde van de warrantlening en ten tweede de vaststelling van een verschillende looptijd van de lening en de warrants. Het eerste voordeel kan men ook in het geval van de converteerbare obligatielening creëren door een bij- of terugbetalingsregeling in de voorwaarden op te nemen. Het tweede door Cremers genoemde voordeel geeft de mogelijkheid om de liquiditeit te verbeteren door de uitoefening van de warrants voordat de onderneming het obligatievermogen moet vervangen. Tegenover dit liquiditeitsvoordeel staan echter hogere transactiekosten.

Een voordeel dat men wel heeft bij de converteerbare obligatielening en niet bij de warrantlening is dat men de mogelijkheid heeft om de obligaties aan het einde van de looptijd verplicht te laten converteren. Bij de warrantlening is dat niet mogelijk, omdat de warrant en de obligatie vanaf het begin apart kunnen worden verhandeld.

In de literatuur wordt gewezen op het feit dat ondernemingen in het geval van de converteerbare obligatielening het recht kunnen opnemen om de obligaties vervroegd aflosbaar te stellen; een dergelijke mogelijkheid om de vermogensstructuur te beheersen zou de warrantlening niet kennen. Hiertegenover staat echter dat in het geval van de warrantlening de mogelijkheid kan

worden opgenomen om de warrants vervroegd in te trekken. Tot 1986 is in Nederland geen gebruik gemaakt van deze mogelijkheid. De kans bestaat dat hier verandering in komt door de recente emissies van Akzo, VNU en Atag Holding welke deze mogelijkheid wel kenden.

De stelling van Cremers dat de warrantlening superieur is boven de converteerbare obligatielening gaat in elk geval niet zonder meer op. De door hem genoemde flexibiliteitsmogelijkheden kunnen gedeeltelijk ook in het geval van de converteerbare obligatielening worden gecreëerd. Het laatstgenoemde financieringsinstrument heeft bovendien ook mogelijkheden die de warrantlening ontbeert.

De keuze tussen converteerbare obligatielening en warrantlening zal in de praktijk afhangen van de specifieke wensen en behoeften van iedere onderneming. Het te bieden effectief rendement zal bovendien moeten zijn aangepast aan de kwaliteit van de 'toeters en bellen'.

Noten

- 1 De auteur dankt Prof. Dr. P. W. Moerland en Drs. P. J. W. Duffhues die door hun kritisch commentaar hebben bijgedragen tot verbetering van een eerdere versie van dit artikel.
- 2 Duffhues, P. J. W.: Warrants en de financiering van ondernemingen, *Financiële Leiding en Organisatie*, oktober 1988, pp. 1-17 (3325).
- 3 Cremers, F. J. M. G.: Warrantlening versus converteerbare lening, *MAB*, 1980, pp. 147-151.
- 4 Tempelaar, F. M.: De financieringsfunctie van warrantleningen, *MAB*, 1986, p. 258.
- 5 Tempelaar, t.a.p., pp. 258-271 en Juch, D.: De warrantlening: het einde? of het einde van de warrantlening in: *Fiscale aspecten van ondernemingen*: opstellen aangeboden aan Prof. D. A. M. Meeles, redactie: J. E. A. M. van Dijk en R. T. J. Smid, Deventer 1985, pp. 73-80.
- 6 Cremers, t.a.p. p. 149.
- 7 Scheffer, C. F.: *Financiële notities*, deel I, 1966, p. 178.
- 8 Wij zullen hier niet ingaan op andere stuurmogelijkheden die de emittent heeft, zoals de stimulans die kan uitgaan van een dalende of een stijgende conversiekoers.
- 9 Scanlon, J. J.: Bell System financial policies, *Financial Management*, summer 1972, p. 16.
- 10 Een dergelijk onderzoek is eerder door Cremers verricht (Cremers, F. J. M. G.: *De rol van de warrant als financieringsvorm voor de onderneming*, Rotterdam 1979, p. 111). Deze komt tot een andere gemiddelde looptijd voor de obligaties. Dit verschil is gelegen in het feit dat door de genoemde auteur niet de gemiddelde looptijd van de obligaties

wordt berekend, zoals hij zelf schrijft, maar de mediaan van de looptijd.

11 Brealey, R. en Myers, S.: *Principles of corporate finance*, New York 1981, p. 515.

12 Marr, M. W. en Thompson, G. R.: The pricing of new convertible bond issues, *Financial Management*, summer 1984, p. 31.

13 Akzo en VNU hadden het recht opgenomen om de warrants vanaf een bepaald moment vervallen te verklaren op voorwaarde dat de warranthouders tenminste drie maanden van te voren werden ingelicht. Atag Holding hield zich het recht voor om de warrants vervallen te verklaren zodra de marktprijs van haar aandeel gedurende twintig opeenvolgende beursdagen het niveau van f 100,- zou overschrijden, met inachtneming van een aankondigingstermijn van drie maanden voorafgaande aan de looptijdverkorting (de uitoefeningsprijs van de warrants Atag Holding bedroeg f 62,-).

14 Cremers, t.a.p. p. 147.

Bijlage 2: Obligaties uitgegeven van 1976 tot en met 1988 waaraan een warrant is verbonden die het recht geeft op aandelen van officieel ter beurze genoteerde Nederlandse ondernemingen

1976

- Nationale Nederlanden

1977

- Westland-Utrecht-Hypotheekbank
- Naarden Internationaal

1983

- Ahold
- VNU
- Bredero Vastgoed
- KLM
- Philips

1984

- Bredero Vastgoed
- Philips

1985

- Bredero Vastgoed
- KLM

1986

- ABN
- AMRO
- Bogamij
- Staal Bankiers
- NMB

1987

- Meneba
- van Ommeren
- Stork N.V.

Bijlage 1: Obligaties uitgegeven van 1976 tot en met 1988 welke kunnen worden geconverteerd in officieel ter beurze genoteerde aandelen van Nederlandse ondernemingen

1976

- VMF Stork 9%
- Stevin 8 3/4%
- Buhrman-Tetterode 7 1/4%
- Schuitema 8 3/4%

1977

- Wereldhave 7%

1978

- Volker Stevin 8 1/2%

1980

- Elsevier 8 3/4%
- Bredero Vastgoed 11%

1983

- Océ van de Grinten 6 1/2%

1984

- Amsterdam-Rubber 8%

1985

- Brink-Molynbeheer 6 3/4%
- Automobiel-Industrie 'Rotterdam' 8 1/4%
- Nijverdal 6 1/2%
- ABN 5%
- Hoogovens 6%
- Proost en Brand 7%
- Koninklijke Nederlandse Papierfabrieken 7%
- Verto 6 1/2%

1986

- Bobel 6 1/2%
- Samas Groep 5 1/2%
- Enraf Nonius 5 1/2%
- Holec N.V. 8 1/2%
- ICA-Holding 6%
- Industriële Maatschappij 5 3/8%
- Chamotte-Unie 6 1/4%
- Center Parcs 3 3/4%
- Wolters Samson-Groep 2 1/2%

1987

- v/d Hoop en Co. 5%

1988

- ACF-Holding 6 1/4%
- Hagemeyer 6 1/4%
- NKF-Holding 6 1/4%