

HET OPTIE-BEWIJS ALS FINANCIERINGSINSTRUMENT¹⁾

door Prof. Dr. M. P. Gans

De warrant - het optie-bewijs - geniet vooral vermaardheid als een uit speculatief oogpunt merkwaardig beleggingsobject. In dit artikel wil ik echter voornamelijk ingaan op de mérites van de warrant als financieringsinstrument. In Amerika wordt het als zodanig regelmatig toegepast, en ook in ons land kunnen zich bij een onderneming situaties voordoen waarbij het gebruik van warrants op zijn minst overweging verdient. Ter beurse van Amsterdam zijn twee optie-bewijzen genoteerd, te weten de warrants Rolinco, die sinds hun ontstaan een spectaculaire koersontwikkeling te zien hebben gegeven (de eerste officieuze notering in juni 1967 was f 2,— medio november 1969 noteerden zij ca. f 17,—) en de optie-bewijzen van Pye Holdings Limited, die sinds hun introductie op 15 januari 1968 tegen ca. f 220,— zijn opgelopen tot ca. f 320,— op genoemde datum.

Een warrant is een door een N.V. toegekend recht - meestal belichaamd in een waarde-papier - om aandelen van de N.V. te kopen tegen een tevoren vastgestelde prijs (de optie-prijs). Dit recht kan gebonden zijn aan een bepaalde tijdslimiet, maar dat is niet altijd het geval. De optie-prijs wordt gecorrigeerd voor uitkeringen in aandelen die na de uitgifte van de warrants plaats vinden, en kan overigens in de loop van de tijd een tevoren vastgestelde verhoging ondergaan. Van belang is voorts, dat de optie-prijs op het ogenblik van het creëren der warrants *boven* de beurskoers van de aandelen ligt. Bij Rolinco b.v. gaven 5 warrants bij de afgifte het recht om 1 aandeel van f 50,— nominaal Rolinco te kopen à f 220,—, terwijl de beurskoers toen ca. f 189,— was.

Theoretisch heeft een optie-bewijs alleen waarde als de optieprijs *lager* is dan de beurskoers. De theoretische waarde is dan als volgt in een formule uit te drukken:

$$W = (P-O)a,$$

waarin W = theoretische waarde warrant

P = beurskoers van het aandeel

O = optie-prijs

a = aantal aandelen waarop een warrant recht geeft.

De beurswaarde van een warrant kan, afgezien van beurskosten, nooit lager zijn dan de theoretisch waarde - arbitrageanten zouden dan de warrants opkopen en van hun optie-recht gebruik maken - maar wel hoger. De beurswaarde bevat dan een premie. Bij het uitgeven van warrants, als P altijd lager dan O is, is altijd van een premie sprake. De premie vindt zijn verklaring in twee factoren. In de eerste plaats kan men, als men een belang wil nemen bij een gegeven aantal aandelen van een onderneming, volstaan met een kleiner

1) Het in de bijlage besproken model is op de Stichting Bedrijfskunde vervaardigd door Drs. G. Poeth.

beleggingsbedrag. In de tweede plaats zal de *theoretische waarde* van een warrant bij een voorspoedige koersontwikkeling een procentueel grotere stijging vertonen dan de koers van de aandelen zelf²). Hierbij moet echter onmiddellijk worden aangetekend dat ook het omgekeerde geldt: een daling van de beurskoers van het aandeel leidt tot een relatief grotere daling van de theoretische waarde der warrant. Voorts behoeft een wijziging in de theoretische waarde van de warrant nog niet te betekenen dat de *beurskoers* van de warrants een dienovereenkomstige wijziging ondergaat, omdat ook de *premie* die voor de warrant wordt betaald in grootte kan schommelen, b.v. tegen het einde van de expiratie van het optie-recht.

Als wij de karakteristieken van de warrant als beleggingsobject samenvatten kunnen wij concluderen dat het optiebewijs de belegger in staat stelt om met een t.o.v. de aandelenkoers geringe belegging een bepaalde positie bij de aandelen te nemen, terwijl de theoretische waarde van de warrant aan grotere schommelingen is onderworpen dan de beurskoers van de aandelen; de premie die t.o.v. de theoretische waarde wordt betaald - van een disagio kan nimmer sprake zijn - is eveneens onderhevig aan schommelingen, welke die van de theoretische waarde kunnen versterken of verzwakken. Kortom, de warrant is een speculatief beleggingsobject bij uitnemendheid.

Warrant en financiering

Onder welke omstandigheden kan nu de onderneming het gebruik van warrants inpassen in haar financieringspolitiek? Ik meen dat dit met goede resultaten in twee situaties mogelijk is:

- 1 Bij fusies of overnemingen, als de ruil in de vorm van uitsluitend gewone aandelen tot minder gewenste resultaten leidt, hetzij voor een van de samenwerkingscandidaten, hetzij met het oog op de gecombineerde financiële structuur. Op deze aanwendingsmogelijkheid van het optiebewijs zal ik in dit artikel niet ingaan.
- 2 Als een onderneming nieuwe financieringsmiddelen behoeft en
 - a. plaatsing van gewone aandelen op overwegende bezwaren stuit
 - b. de financiële positie van de onderneming het opnemen van gewone leningen tegen normale condities verhindert.

sub a

De bezwaren tegen het plaatsen van aandelen kunnen hun oorsprong vinden in verschillende omstandigheden. Bij een open N.V. kan het niveau van de beurskoers een rol spelen. Indien deze slechts weinig boven pari of zelfs onder de nominale waarde staat, is een emissie technisch onmogelijk.³) Ook

2) Bewijs. Laat m het percentage zijn van de koersverandering van de aandelen. Uit de formule volgt dat de verandering van de theoretische waarde der warrant bedraagt $m \frac{P_0}{P_0 - O} \%$. Daar $(P_0 - O) < P_0$, is de relatieve waardeverandering van de warrant groter dan die der aandelen. Of de waardeschommeling ook *absoluut* hoger zal zijn hangt van de waarde van a af.

3) Zie mijn artikel „kritieke aandelenkoersen” in Economisch-Statistische Berichten, 29 oktober 1969.

als de beurskoers technisch hoog genoeg is om de onderneming tot een aandelen-emissie in staat te stellen kan het bestuur van oordeel zijn dat een emissie niet in aanmerking komt omdat de beurskoers te laag is, b.v. in relatie tot de reële winstcapaciteit, of onder invloed van een hoge algemene rentestand. Een aandelen-emissie kan voorts in bepaalde omstandigheden onaanvaardbare gevolgen hebben voor de dividendpolitiek, terwijl het tevoren vrijwel vast kan staan dat de beurskoers spoedig na de emissie onder de koers van uitgifte zal dalen.

Bij een besloten N.V. of een open N.V. waarvan de meerderheid der aandelen in handen is van een beperkte groep kan het controle-motief een rol spelen, als bekend is dat op het ogenblik van de behoefte aan financieringsmiddelen een uitbreiding van de belangen bij de onderneming voor de insiders niet gelegen komt, zodat een aandelen-emissie een relatieve vermindering van het familie-bezit zou impliceren en aldus de controle over de onderneming in gevaar zou brengen.

sub b

Geldgevers kunnen van oordeel zijn dat een gewone lening niet in aanmerking komt op grond van de financiële structuur alsmede de huidige en verwachte rentabiliteit en cash flow van de onderneming. De verhouding tussen eigen en vreemd vermogen kan, door het aangaan van een nieuwe lening, worden scheefgetrokken, de rentedekking kan weinig bevredigend zijn op basis van de laatst bekende cijfers, en er kan twijfel bestaan over de vraag of de onderneming voldoende kasmiddelen zal genereren om volgens het overeengekomen schema tot aflossing der lening over te gaan. Hier tegenover staat dat er een redelijke kans is tot een verbetering van de financiële positie van het concern, indien het project waarvoor de financieringsmiddelen dienen - een succes blijkt te zijn. Onder dergelijke omstandigheden kan een geldgever wel bereid zijn een lening te verstrekken, mits hij niet alleen de kwade kansen loopt maar ook in de gelegenheid wordt gesteld van een gunstige ontwikkeling te profiteren.

Een geldgever kan alsdan een optie-recht bedingen, of een onderneming kan obligaties ter beurse plaatsen waarbij als „franje” warrants worden verstrekt. De constructie van een onderhandse of obligatie-lening gecombineerd met warrants is vergelijkbaar met die van de converteerbare obligatie, al zijn er ook verschillpunten.

Na aldus te hebben aangegeven onder welke omstandigheden van warrants gebruik kan worden gemaakt, willen wij aan de hand van een fictief voorbeeld illustreren welk effect van dit financieringsinstrument uitgaat op de financiële structuur van de onderneming, op de winst per aandeel, op de verwachtingen omtrent het koersniveau der aandelen, en op de controle-verhoudingen in de N.V.

Omtrent Onderneming ABC (N.V.) is het volgende gegeven:

4) Eigen vermogen gedeeld door aantal uitstaande aandelen.

A. *Balans ABC per 1 januari 1969*

Activa f 10 mln.

f 10 mln.

Eigen vermogen:

1000 aandelen à f 1000 f 1 mln.
reserves f 3 mln.

f 4 mln.
Lange schulden f 3 mln.
Korte schulden f 3 mln.

f 10 mln.

B. *Resultatenrekening*

	x f 1000,—
Bruto winst (voor rente en belastingen)	700
Rente	220
Belastbare winst	480
Belasting à 50%	240
Netto winst	240

C. Gegeven is voorts dat het dividend f 140,— per aandeel en de prijs (beurskoers) f 2400,— per aandeel bedraagt.

De volgende opstelling kan dan nog worden verkregen:

Netto-winst,	totaal f 240.000
idem per aandeel	f 240
dividend per aandeel	f 140
prijs per aandeel	f 2.400
koers-winstverhouding	10 x
rendement	ca. 6%

Bij wijze van commentaar merken wij op dat het hier een onderneming betreft met een matige rentabiliteit. De bruto-rentabiliteit (bruto-winst als een percentage van het totale vermogen) bedraagt 7%, de netto-rentabiliteit (netto-winst als een percentage van het eigen vermogen) is slechts 6%. Deze matige rentabiliteit komt tot uitdrukking in het feit dat de prijs van het aandeel (f 2.400) aanzienlijk onder de boekwaarde per aandeel⁴) (f 4.000) ligt. De onderneming keert 60% van de netto-winst aan aandeelhouders uit. Deze maken een rendement op hun aandelen van ca. 6%. Mede vanwege de tamelijk hoge uitkering per aandeel worden de aandelen op 10 x de winst genoteerd, hetgeen voor een onderneming in deze financiële positie tamelijk hoog is. De financiële structuur is misschien nog juist redelijk te noemen, het eigen vermogen maakt 40% van het totaal vermogen uit.

In Nederland zijn zeer veel ondernemingen die zich ongeveer in een situatie bevinden als de N.V. ABC: matige rentabiliteit, en een beurswaarde die hierdoor lager is dan de boekwaarde. De aandelen worden vooral wegens hun dividend-opbrengst aangehouden.

D. De bedrijfsleiding van ABC is er op uit tot een verbetering van de rentabiliteit te komen. Wij nemen aan dat plannen zijn uitgewerkt om, bij een investering van f 2 mln., de bruto-winst op te voeren van f 700.000 tot f 1 mln. Het is niet relevant of het hier betreft een modernisering van het bestaande apparaat, het overnemen van een andere onderneming of een investering in een nieuwe 'lijn'.

De vraag rijst hoe de financiering van de vereiste f 2 mln. moet plaats vinden. Als alternatieven overweegt men: het plaatsen van nieuwe aandelen, het opnemen van een middellange lening bij een bank, of van een langlopende lening bij een verzekeringsmaatschappij. Bij de onderhandelingen blijken echter noch bank noch verzekeringsmaatschappij bereid om een gewone lening te verstrekken o.a. in verband met de financiële structuur van de onderneming, waarin het eigen vermogen dan nog slechts éénderde van het balanstotaal zou gaan bedragen. Men vindt echter een geldgever bereid toch f 2 mln. te verstrekken tegen normale rentecondities, die wij hier op 7% zullen stellen, mits per f 10.000 van de lening een warrant wordt verstrekt die het recht geeft één nieuw aandeel van ABC te kopen tegen de prijs van f 2.500. Er zouden dus 200 van deze warrants uitgegeven moeten worden.

Onderneming ABC heeft derhalve als alternatief:

- 1 Het uitgeven van nieuwe aandelen. Aannemende dat bij een beurskoers van f 2.400 de emissie-koers nog juist f 2.000 kan bedragen, moeten 1000 nieuwe aandelen worden geplaatst om f 2 mln. binnen te krijgen. Wij verwaarlozen de emissie-kosten.
- 2 Plaatsing van een 7% lening groot f 2 mln., gepaard gaande met de uitgifte van 200 'warrants', elk recht gevende op één gewoon aandeel, optie-prijs f 2.500.

De gevolgen van deze beide mogelijkheden kunnen als volgt worden berekend.

- I Bestaande situatie.
- II Alternatief D. 1, dus uitgifte 1000 aandelen à f 2.000 (voorkeurs-emissie 1 op 1 à 200%).
- IIIA Alternatief D. 2, opnemen 7% lening, groot f 2 mln., met warrants, die nog niet zijn uitgeoefend.
- IIIB Als IIIA, echter na uitoefening optie-recht. De opbrengst van de 200 geplaatste aandelen (f 500.000) wordt gebruikt ter aflossing op de 7%-lening.

Conclusies uit het getallenvoorbeeld

Een vergelijking van de alternatieven maakt het duidelijk dat de oplossing onder gebruikmaking van een lening met warrants duidelijk de voorkeur verdient boven financiering met aandelenkapitaal. Men zou zelfs kunnen zeggen dat het dubieus is of de onderneming dit toch relatief rendabele project moet entameren indien zulks alleen mogelijk zou zijn door nieuwe aandelen uit te geven. In ons voorbeeld komt de prijs per aandeel na voltooiing van het project nog onder de emissiekoers, en zeker onder de emissiekoers vermeerderd met de claimwaarde. Wij zijn dan nog zo optimistisch geweest aan te

		Aandelen	Lening met warrants	Lening; warrants uitgeoefend	
		I	II	IIIA	IIIB
Bruto winst	X f 1000	700	1.000 ⁵⁾	1.000 ⁵⁾	1.000 ⁵⁾
Rente	„	<u>220</u>	<u>220</u>	<u>360</u>	<u>325</u>
Belastb. winst	„	480	780	640	675
Belasting (50%)	„	<u>240</u>	<u>390</u>	<u>320</u>	<u>340</u>
Netto winst	„	240	390	320	335
<u>Netto winst per aandeel</u>	f	<u>240,—</u>	<u>f 195,—⁶⁾</u>	<u>f 320,—</u>	<u>f 280,—</u>
Dividend per aandeel	f	140	f 140	f 170	f 170
Koerswinstverhouding	10 X	10 X	12 X	11 X	
Prijs per aandeel	f	<u>2.400,—</u>	<u>f 1.950,—⁶⁾</u>	<u>f 3.840,—</u>	<u>f 3.080,—</u>
Aantal aandelen		1000	2000	1000	1200
waarvan bij insiders		600	600	600	600
idem als % totaal		60%	30%	60%	50%

nemen dat de koerswinstverhouding voor en na 10 zal blijven, terwijl een lagere verhouding, en dus een lagere aandelenkoers, meer voor de hand ligt, daar de winst per aandeel een daling vertoont - hetgeen zelfs na correctie voor de claim-emissie het geval zou zijn - en het dividend minder goed gedekt is dan voorheen. Aanvankelijk werd 60% van de netto-winst uitgekeerd, nu is de 'pay-out' opgelopen tot ruim 70%.

Financiering met behulp van warrants leidt daarentegen tot een stijging van de winst per aandeel en van het dividend, en, zelfs bij een gelijkblijvende koerswinstverhouding, tot een hogere aandelenkoers. In de praktijk mag echter een hogere „kapitalisatiefactor” worden verwacht, juist vanwege de stijging van de winst per aandeel. Het optie-recht gaat in ieder geval reële betekenis krijgen.

Het gunstige resultaat van het lening-annex-warrant-alternatief kan aan twee oorzaken worden toegeschreven:

- 1 aan het financieren met leningen, waarbij de bruto-rentabiliteit van het nieuwe project (15%) aanmerkelijk hoger is dan de rentelasten van de lening (7%). In een dergelijke constellatie werkt het zgn. hefboom-effect ten gunste van de aandeelhouders.
- 2 De optie-prijs bedraagt f 2500, de emissie prijs zou f 2000 hebben bedragen, omdat emissies nu eenmaal altijd beneden de beurskoers moeten plaats vinden, optie-rechten daarentegen een prijs boven de beurskoers kunnen stipuleren. De warrant biedt dus een mogelijkheid om aandelen te plaatsen boven de beurskoers op het ogenblik van de

5) Aangenomen is dat uitvoering van het project inderdaad een stijging van de bruto winst tot f 1 mln. meebrengt.

6) Niet gecorrigeerd voor claimwaarde.

uitgifte. Er vindt hierdoor wel „verwatering” (dilution) van de winst per aandeel plaats t.o.v. financiering met gewone leningen (vergelijk situatie IIIa en IIIB), maar deze is toch veel geringer dan bij rechtstreekse afgifte van aandelen onder de beurskoers.

Tenslotte maken wij nog vier kanttekeningen. Ten eerste hebben wij aangenomen dat de verwachtingen omtrent het nieuwe project, n.l. een vergroting van de bruto-winst met f 300.000, inderdaad zijn verwezenlijkt. Bij het aangaan van leningen (al dan niet annex warrants) neemt de onderneming vaste lasten op zich die, als de ontwikkeling tegenvalt, haar bestaan in gevaar kunnen brengen. In hoeverre een dergelijke financiering toch nog verantwoord is hangt mede af van de grondigheid waarmee het project in kwestie is voorbereid. Voor de geldgever in kwestie is dit eveneens een aangelegenheid van vitale betekenis.⁷⁾

Een tweede kanttekening betreft de waarde van het optie-recht. Als het een onderhandse lening betreft zal de institutionele belegger een extra-bate ontvangen ter grootte van ruim 1 ton: bij het uitoefenen van het optie-recht voor 200 aandelen moet hij per aandeel f2500 betalen, terwijl de beurswaarde getaxeerd is (geval IIIB) op ruim f 3000. In rente uitgedrukt is dit in ons voorbeeld, als wordt aangenomen dat het optie-recht na 3 jaar wordt uitgeoefend, nog geen $\frac{1}{2}$ % per jaar. Het spreekt van zelf dat de exacte inhoud van het optie-recht een kwestie van onderhandelen is tussen geldgever en geldnemer, waarbij de optieprijs en het aantal aandelen waarop een optie wordt gekregen de relevante onderhandelings-variabelen zijn. Zou het in ons voorbeeld niet een onderhandse lening, maar een ter beurze genoteerde obligatie-lening cum warrants hebben betroffen, dan zou de theoretische waarde van de warrant wederom kunnen worden berekend volgens de eerder besproken formule. Bij een gunstige ontwikkeling zou een flinke premie boven de theoretische waarde aannemelijk zijn.

In de derde plaats willen wij nog de aandacht vestigen op het effect van een lening met warrants op de controleverhoudingen. Als in ons voorbeeld in de aanvangssituatie 60% van de aandelen in handen was van „insiders”, en deze zouden niet in staat of bereid zijn meer geld voor de N.V. ter beschikking te stellen, dan zou een aandelen-emissie de controle over de N.V. bij derden brengen. Als een optie-recht wordt gegeven ter ondersteuning van een lening-operatie is het eenvoudiger om de controle over de N.V. te behouden.

Tenslotte nog dit. Wij hebben in dit artikel enkele hoofdlijnen behandeld van de theorie van de warrant, en hebben deze geïllustreerd aan de hand van een getallenvoorbeeld. In dit getallenvoorbeeld komen zeer veel variabelen voor, waaronder de rentabiliteit van het nieuwe project, de rentelasten, de optie-voorwaarden, de werkelijke of geschatte koerswinstverhoudingen, de dividendpolitiek, de emissiekoers van nieuwe aandelen.

In de praktijk zal men aan deze variabelen een reeks waarden willen toe-

7) In het onderhavige voorbeeld is de uitbreiding van de schulden een marginale affaire, maar niet vergeten moet worden dat ook ondernemingen met een financieel sterke positie in bepaalde omstandigheden met goed resultaat van warrants gebruik kunnen maken.

kennen, teneinde te weten waar men bij verschillende veronderstellingen aan toe is. In deze tijd van computers ligt het opstellen van een simulatie-programma voor de hand, en inderdaad is een dergelijk programma voorhanden. In de bijlage is de uitkomst van een reeks berekeningen samengevat.

LITERATUUR

- J. F. Weston & E. F. Brigham, *Managerial Finance*, Third Edition, New York etc. 1969, Chapter 20: Warrants and Convertibles.
S. L. Hayes III & H. B. Reiling, Sophisticated financing tool: the warrant, in: *Harvard Business Review*, January-February 1969.

BIJLAGE

Theoretische aandelenkoers bij verschillende veronderstellingen

In onderstaande tabel zijn de uitkomsten samengevat van de berekeningen die met behulp van een computer zijn gemaakt met het doel de theoretische aandelenkoersen te verkrijgen, die zich zullen voordoen als - in het in de tekst besproken voorbeeld - een eventuele aandelen-emissie niet zou plaats vinden tegen f 2000, maar met een disagio t.o.v. de beurskoers wisselend van 0% tot 50%, één en ander bij een bruto-rentabiliteit variërend van 0% tot 25%. Ter vergelijking zijn bovendien de aandelenkoersen berekend indien een 7% lening met 100 warrants wordt uitgegeven met als optie-prijs f 2500, bij een bruto-rentabiliteit variërend van 0% tot 25%.

Om deze berekeningen te kunnen uitvoeren moesten bepaalde veronderstellingen worden gemaakt inzake de koerswinstverhouding (kwv) die bij elke constellatie past. Deze kwv is afhankelijk gesteld enerzijds van de stijging van de (eventueel voor emissies gecorrigeerde) winst per aandeel t.o.v. de uitgangssituatie, anderzijds van de pay-out (het gedeelte van de winst dat in de vorm van dividend wordt uitgekeerd). Zo is, om een voorbeeld te noemen, aangenomen, dat de koerswinstverhouding 10 bedraagt als de winst per aandeel gelijk blijft en de pay-out 55-70% zou bedragen; bij een uitkering groter dan 70% en een daling van de winst per aandeel is de kwv op 9 gesteld.

De in de tabel vermelde aandelenkoersen zijn gecorrigeerd voor de claim-emissie. Als dus, om een voorbeeld te noemen, de rentabiliteit 15% zou bedragen en een emissie van aandelen zou plaats vinden met een disagio van 20%, dan zou de gecorrigeerde koers f 1915 bedragen; deze koers is, dankzij de correctie, zonder meer vergelijkbaar met de prijs van f 2400 vóór de emissie

Uit de tabel blijkt o.a.

- 1 Pas bij een rentabiliteit van 20% gaan de oude aandeelhouders er niet in vermogenspositie op achteruit.
- 2 Bij elke rentabiliteit zijn aandeelhouders er beter aan toe indien met een

lening-cum-warrants wordt gefinancierd in plaats van met een aandelen-emissie.

- 3 Reeds bij een rentabiliteit van 10% beginnen de warrants een theoretische waarde te krijgen.
- 4 De tabel is gemaakt in de veronderstelling dat de onderneming het dividend op f 140 per aandeel wil handhaven, ook na emissie. Uit de tabel blijkt, dat dit in een aantal constellaties niet mogelijk is, omdat het dividend dan groter zou worden dan de netto-winst (de met een * aangegeven grootheden), n.l. als de rentabiliteit van het nieuwe project O is, en voorts, bij een rentabiliteit van 5% en zelfs van 10%, als het emissie-disagio 30% respectievelijk 50% of groter is.

Inzake het voor deze berekeningen gehanteerde model zal eerlang een afzonderlijk artikel verschijnen. Het is op de Stichting Bedrijfskunde vervaardigd door Drs. G. Poeth, die ik hiervoor gaarne mijn dank betuig.

Gecorrigeerde koers bij handhaving dividend (de koerswinstverhouding)

Rentabiliteit van het nieuwe project → Disagio emissie-koers ↓	0%	5%	10%	15%	20%	25%
0%	1178* (9)	1424 (9)	1669 (9)	2127 (10)	2400 (10)	2673 (10)
10%	1178* (9)	1424 (9)	1669 (9)	2127 (10)	2400 (10)	2940 (11)
20%	1178* (9)	1424 (9)	1669 (9)	1915 (9)	2400 (10)	2940 (11)
30%	1178* (9)	1424* (9)	1669 (9)	1915 (9)	2400 (10)	2940 (11)
40%	1178* (9)	1424* (9)	1669 (9)	1915 (9)	2400 (10)	2940 (11)
50%	1178* (9)	1424* (9)	1669* (9)	1915 (9)	2400 (10)	3207 (12)

Prijs na uitoefening optierecht. De optieprijs is 2500. Aantal warrants is 100.

	1625	2079	2787	3586	4131	4677
--	------	------	------	------	------	------

* Dividendlimiet: Dividend hoger dan netto-winst.