

Een andere manier van waarderen van converteerbare obligatieleningen

Drs. C.A. Heijne

1 Inleiding

Het International Accounting Standard Committee (IASC) heeft in 1991 Exposure Draft (ED) 40 'Financial Instruments' gepubliceerd, met het doel ondernemingen te ondersteunen in de verstrekking van, voor de gebruiker, goede informatie over de financiële positie. De opstellers van ED 40 tonen een zekere voorkeur voor waardering van financiële instrumenten tegen marktwaarde ('fair value') boven waardering tegen 'historische kostprijs'. Voorts stellen zij dat bij de rubricering van een financieel instrument de economische betekenis en niet de juridische vorm van de overeenkomst als maatgevend dient te worden beschouwd ('substance over form').

ED 40 is geschreven om een discussie op gang te brengen over de verwerking van financiële instrumenten. Wat ED 40 voorstelt wijkt in belangrijke mate af van wat wetten en richtlijnen in diverse landen voorschrijven. Eén van deze afwijkingen betreft waardering en presentatie van samengestelde financiële instrumenten, dat wil zeggen instrumenten opgebouwd uit meerdere componenten. Volgens de IASC-regel worden deze instrumenten dan voor verslaggevingsdoeleinden in de componenten gesplitst. Voor elke component dienen de daarvoor geldende verslaggevingsregels te worden gevolgd. In dit artikel wordt een belangrijke vorm van samengestelde financiële instrumenten namelijk converteerbare obliga-

tieleningen behandeld. Het betreft hier een samengesteld financieel instrument dat zowel eigenschappen van eigen vermogen als van vreemd vermogen vertoont.

In Nederland is het gebruikelijk om de converteerbare obligatielening op nominale waarde te waarderen en onder het vreemd vermogen te rubriceren. Het IASC stelt voor om de converteerbare obligatielening qua waardering en presentatie te splitsen in een lening en een conversierecht (call-optie op aandelen). De lening wordt gerubriceerd als vreemd vermogen en de call-optie als eigen vermogen, en beide worden separaat gewaardeerd.

In dit artikel wordt allereerst nagegaan wat de voor- en nadelen zijn van waardering tegen nominale waarde of tegen contante waarde (conform ED40) en vervolgens in welke mate deze methoden van elkaar verschillen voor de presentatie van resultaat en vermogen. Dit laatste is onderzocht aan de hand van de jaarrekeningen van een aantal Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen.

Allereerst zal op het karakter van de converteerbare obligatielening worden ingegaan.

2 Begripsbepaling

Converteerbare obligaties zijn obligaties die gedurende zekere tijd en onder zekere voor-

Drs. C.A. Heijne, registeraccountant, studeerde Bedrijfseconomie aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. In 1992 werd hij accountant. Sinds oktober 1993 werkt hij als local manager bij KPMG op Aruba.

waarden op initiatief van de houder in aandelen kunnen worden omgewisseld. Normaliter wordt in de praktijk de converteerbare obligatielening na plaatsing gerubriceerd onder het vreemd vermogen, en na de conversie onder het eigen vermogen.

De converteerbare lening is verwant aan de warrantlening. In beide gevallen is er sprake van een schuld, alsmede van een recht tot verkrijgen van aandelen onder bepaalde voorwaarden. Het kenmerkende verschil tussen beide financieringsvormen is dat de warrant over het algemeen separaat van de lening verhandelbaar is, en de call-optie niet gescheiden kan worden van de converteerbare obligatielening. Hierdoor is bij de converteerbare lening volgtijdelijk gezien eerst sprake van vreemd vermogen en vervolgens van eigen vermogen. Gelijktijdig bezien is de verstrekker van de lening tevens houder van een call-optie met het recht om die als alternatief voor aflossing, eventueel tegen bijbetaling, om te zetten in een aandeel.

De houder van de warrantlening kan van zijn optierecht gebruik maken zonder dat de lening wordt afgelost. Hij zal dan naast crediteur ook aandeelhouder zijn. Op deze manier is dan uit dit financieringsinstrument zowel eigen- als vreemd vermogen voortgekomen dat gelijktijdig uitstaat.

Dit betekent voor de onderneming dat een warrantlening altijd afgelost moet worden. Een converteerbare obligatielening behoeft alleen te worden afgelost als er niet geconverteerd wordt. Doordat de warrant los van de lening kan worden verhandeld is deze voor de belegger iets flexibeler in het gebruik.

Ondanks dit kenmerkende verschil tussen de warrantlening en de converteerbare obligatielening kan een converteerbare obligatie feitelijk worden beschouwd als een bijzondere vorm van een warrantlening, immers het economische effect van een converteerbare obligatie is in wezen hetzelfde als de emissie van een lening met een warrant. De belegger krijgt in

beide gevallen zowel een vordering als een call-optie. Het verschil is voornamelijk terug te vinden in de juridische vormgeving.

Op dit moment is het gebruikelijk om de converteerbare obligatielening op nominale waarde te waarderen en onder het vreemd vermogen te rubriceren. Hierdoor ontstaat het beeld van een normale lening met in veel gevallen een lage couponrente. Het feit dat de beleggers waarde toekennen aan de call-optie, waar ze op het moment van uitgifte niets voor hoeven te betalen, brengt hen ertoe genoeg te nemen met een relatief lage couponrente op de lening. De waarde van de call-optie wordt niet zichtbaar in de balans verwerkt. In het eigen vermogen treedt geen verandering op zolang niet is geconverteerd, en de interestlast in de resultatenrekening is gelijk aan de lage rente over de hoofdsom.

Ook een warrantlening kan op deze wijze worden gepresenteerd, onder de voorwaarde dat de lening plus warrant als één geheel is uitgegeven, zonder separate betaling voor de warrant.

De bovengenoemde wijze van waarderen en rubriceren heeft twee nadelen. Ten eerste wordt de kostenvoet van het vreemd vermogen uitsluitend bepaald door het (lage) couponrente-percentage van de lening. Dit percentage suggereert ten onrechte dat het hier om een voordelige lening gaat. De facto hebben beleggers deze rente slechts geaccepteerd vanwege de 'gratis' mee ontvangen call-optie op aandelen. Deze optie heeft een waarde omdat de kans bestaat dat met behulp daarvan in de toekomst aandelen beneden de op dat moment geldende marktprijs kunnen worden verkregen.

Hieruit volgt het tweede bezwaar en dat is dat ingeval van conversie de emissie-opbrengst voor de onderneming lager wordt voorgesteld dan ze in feite is. De economische waarde van de call-optie wordt niet verantwoord als deel van de emissie-opbrengst. Bij conversie wordt slechts het nominale bedrag van de lening plus een eventuele bijbetaling als emissie-opbrengst verantwoord. De call-optie wordt bij

deze methode beschouwd als een off-balance-sheet instrument.

Het IASC stelt echter¹ voor om de converteerbare obligatielening te splitsen in een lening en een call-optie. De converteerbare obligatielening wordt tegen de contante waarde gewaardeerd op het moment van uitgifte van de lening, waarbij de marktrente van dat moment wordt gehanteerd, en het wordt gerubriceerd onder het vreemd vermogen. De contante waarde wordt jaarlijks opgerent ten laste van het resultaat zodat de balanswaarde van de lening zelf jaarlijks stijgt. Dit heet het 'vollopen van de lening'. Aan het einde van de looptijd staat de lening te boek tegen de nominale waarde (ervan uitgaande dat de lening in zijn geheel aan het einde van de looptijd wordt afgelost). Tussentijdse rentewijziging behoeven volgens het IASC niet tot wijziging in de boekwaarde te leiden.

De waarde van de call-optie op het moment van uitgifte van de lening wordt onder het eigen vermogen geplaatst, gescheiden van het aandelenvermogen. De toelichting moet de gebruikers van de jaarrekening voldoende informatie verschaffen over de splitsing van de converteerbare obligatielening in een eigen vermogen en een vreemd vermogen component.

De converteerbare lening wordt uit de balans van de emittent verwijderd wanneer de houder de lening converteert in aandelen. Het oorspronkelijk voor de call-optie verantwoorde bedrag wordt alsnog als agio verwerkt.

De rentekosten moeten worden berekend op een manier die de effectieve rente van het instrument weerspiegelt.

Bovenstaande methode kan eveneens toegepast worden voor warrantleningen.

Het is niet altijd eenvoudig de waarde van de componenten van een samengesteld financieel instrument te bepalen. De som van de bedragen van de componenten van een samengesteld financieel instrument is op het eerste gezicht altijd gelijk aan de waarde van

het instrument in zijn geheel. Het scheiden van een samengesteld instrument in componenten brengt geen winst of verlies met zich mee.

Bij een converteerbare obligatie weerspiegelt de aanvankelijk benaderde waarde van de lening de contante waarde van de contractuele verplichting om bij de vervaldatum aan de aflossing van de obligatie te voldoen en om de van te voren vastgestelde rente tot aan de vervaldatum te betalen. De rentevoet die gebruikt wordt om de contante waarde van de lening te bepalen is de courante marktrente die geldt voor een vergelijkbare lening die niet converteerbaar is.

De waarde die men aan de call-optie toekent kan apart worden bepaald door te refereren aan de waarde van een vergelijkbare call-optie, als er al één bestaat, of door gebruik te maken van een optiewaarderingsmodel. Men kan ook stellen dat de waarde van deze optie het bedrag is dat men overhoudt wanneer men de contante waarde van de lening in mindering brengt op de nominale waarde van de lening.

Conform bovenstaande is de splitsing van een warrant en bijbehorende lening makkelijker indien voor beide een separate notering plaatsvindt.

Slaagt men er niet in beide afzonderlijk te waarderen dan worden soms de volgende benaderingen toegepast:

- a Het bedrag dat overblijft toeschrijven aan het component dat het moeilijkst te berekenen is (vaak de waarde van de call-optie), nadat men van de waarde van het samengestelde instrument in zijn geheel de bedragen die afzonderlijk bepaald zijn voor de andere componenten in mindering heeft gebracht.
- b Alle componenten afzonderlijk waarderen, en vervolgens de bedragen die bepaald zijn op een pro rata basis op dusdanige wijze aanpassen dat de som van de componenten gelijk is aan de waarde van het instrument in zijn geheel.

Vanuit het oogpunt van weergave van de economische positie zijn de voordelen van deze methode dat de kostenvoet van het vreemd vermogen gelijk is aan de marktrente en dat de emissie-opbrengst juist wordt weergegeven. Volgens Klaassen (1989) sluit deze methode voor warrantleningen beter aan bij de 'economische ratio van de emissie' dan de andere methode.

Een nadeel voor de onderneming is dat deze methode een slechtere rentabiliteit suggereert dan waarden op nominale waarde. Dit komt door twee factoren, namelijk doordat de interestkosten hoger zijn dan bij waarden op nominale waarde, en doordat het eigen vermogen hoger wordt voorgesteld. De getoonde solvabiliteit daarentegen, is beter.

3 Regelgeving

In Nederland behoren langlopende schulden, volgens de Richtlijnen voor Jaarverslaggeving, in het algemeen nominaal te worden gewaardeerd. Op de algemene regel van nominale waardering zijn een paar uitzonderingen, bijvoorbeeld wanneer het bedrag waarmee de schuld moet worden afgelost hoger is dan het te ontvangen bedrag. In dit geval mag het verschil, mits afzonderlijk vermeld, uiterlijk tot de aflossing worden geactiveerd.² Het hier bedoelde verschil kan samenhangen met het disagio bij het tot stand komen van de schuld of de aflossingspremie. Het is aanvaardbaar met betrekking tot leningen die zijn uitgegeven met in warrants belichaamde optierechten, om de marktwaarde van de optierechten separaat te waarderen, zodat ingeval lening plus warrant tegen de nominale waarde van de lening zijn geplaatst, een bedrag ter grootte van de waarde van de warrant op het moment van uitgifte als disagio wordt aangemerkt. De wet geeft geen voorschriften voor de rubricering van het disagio. Als mogelijkheden komen in aanmerking: opnemen onder de post overlopende activa (de methode van het geactiveerde disagio) of in mindering brengen op de post leningen (de methode van het ge-

passiveerde disagio).³

Het disagio wordt jaarlijks systematisch afgeschreven totdat de schuld waarmee de post samenhangt is afgelost. De afschrijvingslast kan worden beschouwd als een correctie op de rentevoet en wordt in de winst- en verliesrekening als rente gepresenteerd (Bosman, 1993, p. 246).

Bovenstaande methode geldt voor warrantleningen en het IASC is van mening dat het ook voor converteerbare obligatieleningen zou moeten gelden.

Volgens de Richtlijnen van de Jaarverslaggeving dient bij de keuze van de indeling in de categorie eigen vermogen of de categorie vreemd vermogen het wezen van het financiële instrument te prevaleren boven de juridische vorm daarvan. Het belangrijkste criterium voor de rubricering onder eigen vermogen is: afwezigheid van een contractueel recht van een andere partij op verschaffing door de rechtspersoon van geldmiddelen, of afwezigheid van het recht op ruil van financiële instrumenten op voor de rechtspersoon wellicht ongunstige condities.

Volgens de FASB Statements kan een warrantlening worden gesplitst in een warrant en een lening. De splitsing van de twee instrumenten geschiedt op basis van de relatieve 'fair values' van beide. De warrant kan dan worden beschouwd als agio en wordt dan in het eigen vermogen verwerkt. De lening wordt als schuld geclassificeerd. Is er echter sprake van een warrantlening waarbij de warrant niet los van de lening kan worden verhandeld dan kan er bij deze, overeenkomstig een converteerbare obligatielening, geen gedeelte van de opbrengsten van de lening worden toegeschreven aan het conversierecht.⁴ Hierbij wordt dus duidelijk de juridische vorm boven de economische betekenis gesteld.

De Accounting Standards Board (ASB) in het Verenigd Koninkrijk heeft een Financial Reporting Exposure Draft (FRED) 3 uitgegeven die in grote lijnen de visie van de FASB volgt. (Dus

warrantleningen kunnen wel gesplitst worden als de warrant onafhankelijk van de lening kan worden verhandeld, maar converteerbare obligatieleningen niet.) De warrant wordt gerubriceerd onder het eigen vermogen. Als de warrant uitgeoefend wordt dan wordt de waarde ervan opgeteld bij de emissie-opbrengst, en als de warrant niet wordt uitgeoefend dan wordt dit in de winst- en verliesrekening verantwoord.

De FRED stelt voor dat de converteerbare obligatielening voortaan gepresenteerd blijft worden als een schuld die onafhankelijk is van de toekomstige conversie. De ASB vindt dat de balans een weerspiegeling vormt van de financiële situatie op een zeker moment in de tijd, in tegenstelling tot een voorspelling van de toekomst. De ASB heeft moeite met het idee om een converteerbare lening te rubriceren volgens een eventueel toekomstige conversie.

Alhoewel er geen twijfel over bestaat dat er een verschil is in de juridische vorm van een warrantlening en een converteerbare obligatielening is dit minder belangrijk. Belangrijker is dat de waarde van het conversierecht en van de obligatielening op basis van de marktrente worden gewaardeerd. Men zou van mening kunnen verschillen met de ASB, omdat op het moment van uitgifte van een converteerbare obligatielening de onderneming niet moet negeren dat de beleggers impliciet voor het conversierecht betalen.

4 Empirisch onderzoek

Om inzicht te krijgen in het praktisch belang van deze discussie is onderzocht of het waarderen op contante waarde (conform ED 40) een materieel verschil oplevert ten opzichte van het waarderen op nominale waarde. Hierbij is gekeken naar de solvabiliteit en rentabiliteit. Dit is onderzocht aan de hand van geconsolideerde jaarrekeningen van 27 ondernemingen die beursgenoteerde converteerbare obligaties hadden uitstaan op 31 december 1990.⁵ (Deze ondernemingen zijn op-

genomen in een lijst aan het einde van dit artikel.)

Voor het berekenen van het verschil is ervoor gekozen om eerst de contante waarde van de obligatielening te bepalen op het moment van uitgifte en vervolgens om het verschil tussen de nominale waarde en de contante waarde te beschouwen als de waarde van de call-optie.

Alle 27 ondernemingen hebben hun converteerbare obligatielening op nominale waarde gewaardeerd. Eén van de 27 ondernemingen, in casu HCS, heeft een converteerbare obligatielening onder het eigen vermogen opgenomen. HCS geeft de volgende reden op voor deze rubricering: 'Aangezien het vast staat dat de conversie in aandelen verplicht is en de betreffende middelen permanent ter beschikking van de vennootschap staan, is deze post opgenomen onder het eigen vermogen omdat op deze wijze een beter inzicht in de financiële positie van de vennootschap wordt geboden. De verplichting draagt een rente van 7% per jaar die uit het resultaat na belasting wordt voldaan.'⁶

Van de overige 26 ondernemingen is vastgesteld wat het verschil is tussen het waarderen van de converteerbare obligatielening op contante waarde in plaats van op nominale waarde. Dit onderzoek vond plaats op basis van de jaarrekeningen van 1990 van de desbetreffende ondernemingen.

Het meest geëigende rentepercentage dat gebruikt zou kunnen worden voor dit onderzoek is het rentepercentage van een obligatielening die dezelfde onderneming in dezelfde maand uitgeeft en onder dezelfde voorwaarden als de desbetreffende converteerbare obligatielening, afgezien van het conversierecht. Aangezien het vrijwel nooit voorkomt dat zo'n lening bestaat, is voor dit onderzoek een alternatief gekozen. Dit is het maandgemiddelde van de kapitaalmarktrentevoeten van de vijf langstlopende staatsobligaties in de maand van emissie van een converteerbare obligatielening.

Een beperking van deze methode is dat in het rentepercentage van de converteerbare obligatielening een vergoeding zit in verband met het specifieke risico van die onderneming. In ons onderzoek gingen wij uit van een risicoloos rentepercentage van een staatsobligatie. In het onderzoek zijn de converteerbare obligatieleningen met dit lagere percentage contant gemaakt waardoor de waarde van de obligatieleningen iets te hoog en die van de call-opties iets te laag wordt voorgesteld. Daarom is de daadwerkelijke invloed op de jaarrekening in principe iets groter dan in dit onderzoek wordt berekend.

Indien een onderneming een converteerbare obligatielening uitgeeft met een rentepercentage dat hoger is dan de rente op de kapitaalmarkt, dan is de waarde die een belegger hecht aan de call-optie, volgens de gekozen methode, nul. Het risico dat een investeerder loopt door in een onderneming te beleggen is in dat geval dusdanig groot dat hiervoor een hogere rente moet worden betaald dan de rente op staatslening ondanks het feit dat de belegger er een call-optie bijgeleverd krijgt.

Van de converteerbare obligatieleningen is steeds bepaald wat de procentuele verandering zou zijn indien gekozen zou worden voor het waarderen op contante waarde. Hierbij is gekeken naar de volgende grootheden. De afkortingen tussen haakjes geven de omschrijvingen in de tabellen aan:

- 1 Procentuele verandering van het eigen vermogen (EV).
- 2 Procentuele verandering van het vreemd vermogen (VV).
- 3 Procentuele verandering van de winst voor belasting (W).

De cijfers in de tabel geven per categorie de procentuele verandering weer als gevolg van het waarderen op contante waarde of nominale waarde voor het eigen vermogen, voor het vreemd vermogen en voor de winst van de 26 ondernemingen.

	EV	VV	W
0%	4	4	4
<1%	11	18	16
1-5%	8	4	4
5-10%	3	0	1
>10%	0	0	1
Totaal	26	26	26

Vier ondernemingen gaven een converteerbare obligatielening uit met een rentepercentage dat hoger was dan de kapitaalmarktrente. Volgens de gekozen methodiek zal een andere wijze van waarderen bij deze bedrijven niet tot een verschil leiden.

De drie ondernemingen waarbij het eigen vermogen veranderde met meer dan 5% waren; Sphinx met ruim 6% en Fokker en Wolters-Kluwer met 8%. De daling van het vreemd vermogen bedroeg voor deze drie ondernemingen rond de 2%.

Alleen bij de jaarrekening van Pie Medical is de invloed op de nettowinst materieel, deze bedraagt namelijk ruim 13%. De reden dat de verandering hier van materiële betekenis is, is dat de winst van Pie Medical in 1990 relatief laag was.

Er is ook nog onderzocht wat de invloed is op het eigen vermogen van een andere manier van waarderen in het jaar van emissie van de converteerbare obligatieleningen bij Fokker en Wolters-Kluwer. Dit was bij Fokker 9%, en bij Wolters-Kluwer ruim 11%, hetgeen materieel is.

De redenen dat de invloed van een andere wijze van waarderen van converteerbare obligatieleningen bij een aantal bedrijven niet materieel is, zijn enerzijds dat de waarde van de converteerbare obligatielening relatief klein is ten opzichte van het eigen vermogen en anderzijds dat in een aantal gevallen het verschil tussen de couponrente van de converteerbare obligatielening en de kapitaalmarktrente klein is.

Van de onderzochte jaarrekeningen hadden tien ondernemingen een converteerbare obli-

gatielening die qua waarde minder was dan 10% van het eigen vermogen, en die minder was dan 5% van het balanstotaal. Acht van deze tien ondernemingen hadden zelfs een converteerbare obligatielening die qua waarde minder was dan 1% van het balanstotaal. Dit onderzoek betrof jaarrekeningen 1990; als voor elke onderneming het jaar van emissie zou zijn onderzocht zouden de invloeden uiteraard groter zijn geweest.

Duffhues en Veld hebben onderzocht hoe warrantleningen door Nederlandse ondernemingen werden verwerkt in hun jaarrekeningen. Uit dit onderzoek bleek dat het aantal ondernemingen dat warrantleningen waardeerde op nominale waarde in 1989 zes was (1988 – 5; 1987 – 7) en dat het aantal ondernemingen dat op contante waarde waardeerde drie was (1988 – 4; 1987 – 4). Hieruit kan worden geconcludeerd dat de nominale waarde ook voor warrantleningen het meest populair is.

5 Samenvatting en conclusie

De converteerbare obligatielening kan op de balans op nominale waarde, of op contante waarde op moment van uitgifte gewaardeerd worden.

In Nederland is het gebruikelijk om de converteerbare obligatielening te waarderen op nominale waarde. Dit is eveneens de meest populaire methode voor warrantleningen in Nederland. Het IASC prefereert echter voor converteerbare obligatielening de contante waarde gebaseerd op marktrente op het moment van uitgifte van de lening. Hierbij wordt de waarde van de call-optie opgenomen onder het eigen vermogen en de contante waarde van de lening, zoals bepaald is op het moment van uitgifte, onder vreemd vermogen. Deze methode wordt in Nederland echter wel toegepast voor warrantleningen.

Aan het waarderen tegen nominale waarde zijn een tweetal nadelen verbonden. Ten eerste wordt de call-optie als een off-balance-sheet

produkt beschouwd en komt als financieringsinstrument dus niet op de balans voor zodat de opbrengst ervan door de onderneming wordt genegeerd. Ten tweede wordt de rentelast in de winst- en verliesrekening te laag voorgesteld.

Het voordeel van een methode die gebaseerd is op de contante waarde van de lening, is dat de rentelast conform de marktrente is en dat de waarde van de call-optie ook als zodanig wordt verantwoord.

Een nadeel voor de onderneming is echter dat, hoewel de getoonde solvabiliteit beter wordt, de getoonde rentabiliteit van het eigen vermogen verslechtert.

De Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving houden vast aan het 'substance over form' principe, alhoewel dit in de Richtlijnen voor converteerbare obligatieleningen niet is uitgewerkt. Zowel de FASB en ASB vinden dat de juridische vorm moet prevaleren boven de economische betekenis. Beide organisaties kennen op die gronden overheersende betekenis toe aan het niet vrij verhandelbaar zijn van de call-optie.

De bevindingen van het empirische onderzoek is dat alle 27 onderzochte ondernemingen hun converteerbare obligatieleningen op nominale waarde waarderen. Eén onderneming heeft een converteerbare obligatielening onder het eigen vermogen opgenomen, in casu HCS. Vier ondernemingen hebben converteerbare obligaties uitstaan met een rentepercentage dat hoger is dan het geldende percentage op de kapitaalmarkt. De invloed van een andere wijze van waarderen is hierdoor nul.

De invloed op de vermogenspresentie is in de gekozen populatie relatief groter dan de invloed op de rentabiliteit. Bij geen enkele jaarrekening was de invloed op winst of vermogen materieel te noemen. Slechts bij één onderneming was de invloed op de winst groter dan 10%, maar dit kwam doordat de onderneming relatief weinig winst maakte in 1990.

De reden dat de invloed op de rentabiliteit en vermogenspresentatie in de jaarrekeningen in de gekozen populatie in het algemeen niet materieel is komt doordat, of het nominale bedrag van de converteerbare obligatielening klein is ten opzichte van het eigen vermogen c.q. totale vermogen, of het verschil in het rentepercentage tussen de couponrente en kapitaalmarktrente niet groot is. Hierbij dient wel de kanttekening te worden gemaakt dat een risicoloos rentepercentage is gebruikt om de converteerbare obligatieleningen contant te maken.

Hoewel uit dit onderzoek zou kunnen worden afgeleid dat het niet de moeite waard is om veel energie te wijden aan de discussie over dit onderwerp, gezien de geringe invloed op de gepresenteerde omvang van vermogen en resultaat, kan onder de omstandigheid dat de converteerbare obligatielening een erg lage couponrente heeft toch een belangrijke afwijking tussen beide methoden ontstaan.

Literatuur

- Accounting Standards Board (1992), *Financial Reporting Exposure Draft 3, Accounting for capital reserves*.
- Beckman, H. (1989), *Behoorlijk verslaggeven: Substance over form oftewel het beginsel van de realiteit. Ontwikkelingen in de Financiële Verslaggeving Grondslagen & Praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, pp. 9-23.
- Bogerd, C.J. (1989), *Nederlandse Converteerbare Obligaties*. Press Search Beleggingsonderzoek B.V., Weesp.
- Bolderhey, I.A.J. (januari 1991), International Accounting Standards Committee: Opportunities and Challenges, *De Accountant* nr.5, pp. 292-295.
- Bosman, R.G. e.a. (1993), *Jaarboek externe verslaggeving 1993/94*, Samson, Alphen aan den Rijn.
- Cremers, F.J.G.M. (april 1980), Warrantlening versus converteerbare lening, *MAB*, pp. 147-151.
- Duffhues, P.J.W. en C.H. Veld, *De verwerking van aandelenwarrants in het jaarrapport, Jaar in - Jaar uit, verslag van een empirisch onderzoek van jaarrapporten over de jaren 1988 en 1989*, Wolters-Noordhoff, pp. 139-160.
- Financial Accounting Standard Board, Current text accounting standards as of June 1, 1992.
- Grazell, J. en C.H. Veld (1990), Motieven voor de uitgifte van converteerbare obligatieleningen en warrantobligatieleningen: een agency-theoretische benadering, *Bedrijfskunde*, nr. 2 1990, pp. 227-236.
- Haan, H.P. de (april 1992), Financiële instrumenten en jaarrekening, *De Accountant* nr. 8, pp. 485-488.
- Horne, J.C. van (1984), *Financial market rates and flows*, Prentice-Hall, New Jersey.
- IASC (juni 1975), *Exposure Draft 5, Information to be Disclosed in Financial Statements*.
- IASC (1991), *Exposure Draft 40, Financial Instruments*, London.
- Jaarboek van Nederlandse ondernemingen 1987/88* (1988), J.H. de Bussy, Tutein Nolthemius, Amsterdam.
- Jaarboek van Nederlandse ondernemingen 1990/91* (september 1991), J.H. de Bussy, Tutein Nolthemius, Amsterdam.
- Klaassen, J. (1989), *Financieringsinstrumenten in de jaarrekening van niet-financiële ondernemingen, Ontwikkelingen in de Financiële Verslaggeving Grondslagen & Praktijk*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, pp. 25-38.
- Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving*, Kluwer, bedrijfswetenschappen.
- Veld, C.H. (juni 1989), Het gebruik van een warrantobligatielening als alternatief voor een converteerbare obligatielening, *MAB*, pp. 219-227.
- Veld, C.H. en J. Grazell (januari-februari 1991), Motieven voor de uitgifte van converteerbare obligatieleningen en warrantobligatieleningen, *Maandblad Bedrijfsadministratie en Bedrijfsorganisatie*, pp. 2-7.
- Wytzes, H.C. (1985), *Ondernemingsfinanciering*, Stenfert Kroese, Leiden-Antwerpen.

Jaarverslagen (1990)

- ABN-AMRO Holding N.V.
ACF Holding N.V.
Automobiel Industrie 'Rotterdam' N.V.
Bührmann-Tetterode N.V.
Delft Instruments N.V.
N.V. Koninklijke Nederlandse Vliegtuigenfabriek Fokker
Hagemeyer N.V.
H.C.S. Technology N.V.
Holland Sea Search Holding N.V.
Koninklijke Nederlandsche Hoogovens en Staalfabrieken N.V.
Van der Hoop Effektenbank N.V.
Koninklijke Nederlandse Papierfabrieken N.V.
N.V. Medicopharma Pharmaceutische Industrie en Groot-handel
NKF Holding N.V.
Koninklijke Nijverdal-Ten Cate N.V.
N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia
Océ-van der Grinten N.V.
Pie Medical N.V.
Rolinco N.V.
Samas-Groep N.V. (1990/91)
N.V. Koninklijke Sphinx (1990/91)
United Dutch Group N.V.
N.V. Verto
Koninklijke Volker Stevin N.V.
VRG-Groep N.V.
West Invest N.V.
Wolters Kluwer N.V.

Noten

1 De vermelde tekst komt gedeeltelijk uit ED 40, pp. 19–20, 24–25, 43.

2 Artikel 375 lid 5, boek 2 B.W.

3 Conform de waardering en presentatie van de warrantleningen, zijn er twee methoden voor de converteerbare lening, namelijk de methode van het geactiveerde disagio en de methode van het gepassiveerde disagio. In dit artikel wordt alleen aandacht besteed aan de methode van het gepassiveerde disagio, omdat deze door het IASC wordt aangehouden.

4 Current text FASB D10.103 – 105.

5 Van deze ondernemingen is Chamotte Unie N.V. niet in het onderzoek betrokken, omdat dit bedrijf door een buitenlandse onderneming is overgenomen en daardoor geen zelfstandig jaarverslag over 1990 heeft uitgebracht. De jaarrekening van Sphinx is aan het onderzoek toegevoegd, omdat het boekjaar van deze onderneming tot 31 maart 1991 loopt, en dit bedrijf een converteerbare obligatielening had uitgegeven op 28 maart 1991, waardoor deze nog niet voorkwam op de lijst van beursgenoteerde converteerbare obligaties per 31 december 1990.

6 HCS, Jaarrekening 1990, p. 62.