

Drs. F. M. Tempelaar*

De financieringsfunctie van warrantleningen

Een beschouwing naar aanleiding van recente fiscale maatregelen

1 Inleiding

Recentelijk (einde februari j.l.) heeft de staatssecretaris van Financiën de belastingdienst door middel van een aanschrijving aanwijzingen verstrekt inzake de fiscale behandeling van belegging in warrantleningen. Dit type lening geniet sinds enige jaren populariteit op de Nederlandse vermogensmarkt.

Een warrantlening is een obligatielening, aangegaan door een onderneming, met als specifiek kenmerk dat bij de emissie aan iedere obligatie een warrant wordt toegevoegd. Een warrant is een door de onderneming uitgegeven recht op basis waarvan de houder gedurende een vooraf vastgesteld tijdvak (de uitoefenperiode) tegen een vooraf vastgestelde prijs (de uitoefenprijs) één of meer aandelen van de onderneming kan kopen.¹

De toevoeging van warrants aan de obligaties maakt het ondernemen mogelijk bij het aangaan van de lening voorwaarden te bedingen, die zonder de warrants niet realiseerbaar zouden zijn geweest op de kapitaalmarkt. In het bijzonder valt hierbij uiteraard te denken aan een verlaging van de couponvoet (nominale interestvoet) van de obligaties, een verlaging gerekend ten opzichte van de interestvoet die normaal geacht moet worden voor dit type obligatie zonder de toevoeging van de warrant. Ter aanduiding hiervan spreek ik in het vervolg van een "*laagrentende*" warrantlening.

De eerder vermelde populariteit van de warrantlening begon in februari 1983 toen KLM met een zeer succesvolle emissie f 125 mln. verwierf (het ging hierbij om 6 3/4 % obligaties). In 1983 en 1984 zijn in Nederland vervolgens nog vijf warrantleningen geplaatst, respectievelijk ten laste van Bredero Vast Goed (twee leningen: f 30 mln. à 10 % en f 25 mln. à 9 1/4 %), VNU (f 60 mln. à 6 3/4 %), Ahold (f 100 mln. à 5 1/4 %) en Philips (f 300 mln. à 4 %).² Voorts heeft KLM aan het begin van 1985 nog een tweede lening geplaatst (f 125 mln. à 4 1/2 %).

Uit de aldus gegeven opsomming hebben vijf leningen, met een gezamenlijke opbrengst van f 710 mln. duidelijk het karakter van *laagrentende* warrantleningen.

* Vakgroep Bedrijfseconomie, Rijksuniversiteit Groningen.

Ik dank drs. J. M. Overmeer voor zijn waardevolle opmerkingen bij de concept-versie van dit artikel.

Het kon uiteraard niet uitblijven dat de fiscus zich met de rentevergoeding van dit type obligaties zou gaan bezighouden. Na vragen in de Tweede Kamer (april 1985) heeft de staatssecretaris onlangs de belastingdienst aanwijzingen gegeven de warrant bij de bovengenoemde laagrentende leningen te beschouwen als vervanging van een deel van de interestvergoeding op de obligatie. De warrantwaarde zal derhalve voor dat bedrag worden belast als inkomen van de belegger (en wel: in het jaar waarin de warrant is ontvangen, dit is bij de emissie).

Deze maatregel roept vanuit een financieel-economisch gezichtspunt vragen op. Het merkwaardige feit doet zich namelijk voor dat aldus een nog niet gerealiseerde waarde van een ondernemende beleggingsvorm voor een bepaald bedrag wordt aangemerkt als inkomen uit hoofde van een niet-ondernemende belegging.³ Vanuit de optiek van de financiering en belegging is dit een vreemde constructie, hinkend op twee gedachten. Dat blijkt overigens ook uit de bedoelde aanschrijving van de staatssecretaris, want daarin wordt in bepaalde gevallen de warrant bij een dergelijke obligatielening niet als verkapt interestinkomen gezien, maar als een zelfstandig beleggingsobject beschouwd.

In het navolgende wordt een financieel-economische analyse gegeven van de (laagrentende) warrantlening, toegelicht aan de hand van één der bovengenoemde leningen. Dan zal blijken dat de warrant principieel een beleggings- en financieringsinstrument is, en dat bij de emissie van laagrentende obligaties-met-warrants door de belegger simultaan niet-ondernemend (vreemd) *en* ondernemend (eigen) vermogen wordt overgedragen. Tegen die achtergrond wordt vervolgens de thans voorgestelde fiscale behandeling kritisch gezien.

In verband met dit laatste aspect merk ik overigens uitdrukkelijk op dat ik niet kan bogen op specifieke deskundigheid in fiscale aangelegenheden. In het navolgende wordt de belastingheffing op een elementaire wijze geplaatst in het directe verlengde van de financieel-economische beschouwing van het onderhavige verschijnsel. Dit financieel-economische gezichtspunt staat centraal.⁴

2 De warrant als beleggingsinstrument

De warrant vertoont als beleggingsinstrument grote overeenkomst met de koopoptie op aandelen ('call option'), zoals die wordt verhandeld aan de optiebeurs. In beide gevallen heeft de houder gedurende een bepaalde periode het recht van koop van één of meer aandelen tegen een vastgestelde prijs.

Naast de duidelijke overeenkomst zijn er ook een aantal verschillen tussen beide beleggingsvormen.⁵ In het onderhavige kader geldt als een principieel verschil dat de warrant wordt uitgegeven door de onderneming, terwijl beursopties worden 'geschreven' tussen beleggers onderling. Dit verschil is principieel omdat de warrant zich daarmee onderscheidt van de beursoptie als een *financieringsinstrument*. Beide zijn beleggingsobjecten en vragen als zodanig van de belegger het vastleggen van vermogen. Bij het schrijven

van koopopties is deze vermogensvastlegging een gevolg van een vermogensoverdracht tussen beleggers. Bij de uitgifte van warrants treedt er een vermogensoverdracht op van beleggers aan de onderneming, dit is een financieringstransactie.

Vanuit het standpunt van de belegger is dit bijzondere aspect van de warrant ten opzichte van de beursoptie overigens niet relevant als het gaat om de vraag naar de *waarde* van het beleggingsobject. Het in de beleggings-theorie gangbare waarderingsmodel voor koopopties, het model van Black en Scholes⁶, is evenzeer toepasbaar op beursopties als op warrants. Volgens dit model is de waarde van een koopoptie op aandelen onder meer positief afhankelijk van de lengte van de uitoefenperiode (exacter geformuleerd: deze afhankelijkheid betreft de uitoefentijd gecombineerd met de veranderlijkheid van de rentabiliteit van het onderliggende aandeel; en tevens: de uitoefentijd gecombineerd met de hoogte van de interestvoet). Voorts hangt de optiewaarde uiteraard negatief samen met de hoogte van de uitoefenprijs (exacter geformuleerd: de uitoefenprijs ten opzichte van de huidige aandeelprijs).

Bij de toepassing van dit optiewaarderingsmodel ter bepaling van de waarde van de warrant als beleggingsobject blijkt dan een tweede belangrijk verschilpunt tussen warrants en beursopties: de *looptijd* (uitoefenperiode) van warrants is in de regel veel langer dan die van beursopties. Uiteraard is dit geen principieel verschil, maar het vormt een belangrijk gegeven voor de beleggers: de waarde van een warrant zal hoger zijn dan de waarde van een overigens identieke beursoptie.⁷

Een derde verschilpunt dat voor de onderhavige beschouwing van belang is, schuilt in het praktische gebruik van de warrant, respectievelijk de beursoptie door beleggers. Het blijkt dat beleggers de beursopties vooral gebruiken voor het behalen van beleggingsresultaat en niet zozeer ter verkrijging van de onderliggende aandelen: slechts een gering deel van de beursopties wordt daadwerkelijk uitgeoefend.⁸ Daarentegen worden warrants in de regel uitgeoefend (indien althans de marktprijs van het aandeel de uitoefenprijs overtreft), meestal tegen het einde van de looptijd. De belegging in warrants is kennelijk mede gericht op de *verkrijging van aandelen*.

Hoe deze en andere verschilpunten feitelijk ook mogen doorwerken in de prijsvorming, vanuit een beleggingsoogpunt zijn warrant en beursoptie (i.c. koopoptie) ten principale overeenkomstig: het zijn beide beleggingsobjecten die op dezelfde gronden een waarde hebben op de vermogensmarkt. En vanwege deze waarde moet voor de verkrijging ervan een prijs worden betaald.

3 De warrant als financieringsinstrument

Om te bezien welke functie de warrant-zonder-meer heeft bij de financiering van ondernemingen, bezien we het hypothetische geval dat een onderneming overgaat tot uitgifte van warrants, zonder verbinding met enige andere

vermogenstitel. In deze 'ongebonden' vorm vertoont de warrant gelijkenis met de claim, zoals die bij een voorkeursemisatie van aandelen wordt toegepast. Het verschil is (ook hier) dat de claim primair een rol speelt in het verkeer tussen beleggers, terwijl de warrant bij de creatie ervan door de onderneming aan de beleggers wordt uitgegeven. Maar overigens is de overeenkomst duidelijk: claim en warrant geven beide het recht om tegen een vastgestelde prijs in te schrijven op nieuw uit te geven aandelen. De claim is een verhandelbare koopoptie met een zeer korte looptijd, waarvan de uitoefening uitsluitend op één vastgestelde datum kan plaatsvinden. Voor de belegger die claims koopt teneinde met behulp daarvan nieuw te emitteren aandelen te kopen, vormt de prijs van de benodigde claims een deel van de uiteindelijke koopprijs van de aandelen. De prijs van de koopoptie is als het ware de eerste tranche van de verkrijgingsprijs van het aandeel. Door zelf de koopopties uit te geven (dit is: warrants te verkopen) tegen die prijs, kan de onderneming deze eerste tranche van de verkrijgingsprijs der te emitteren aandelen aan zich trekken.

Aldus moet de opbrengst van de uitgifte van warrants worden gezien als *een eerste storting op de later uit te geven aandelen* (de aandelen die bij de uitoefening van de warrants tegen de uitoefenprijs worden verstrekt).

Nu worden warrants niet afzonderlijk uitgegeven, doch slechts in samenhang met andere vermogenstitels ten laste van de onderneming. En daarbij gaat het niet uitsluitend om obligaties. De populariteit van de warrant heeft bijvoorbeeld in 1983 ook geleid tot twee emissies van aandelen + warrants, door Akzo en Gist-Brocades. Een dergelijke emissie kan in het licht van het voorgaande worden gezien als de uitgifte van aandelen-cum-claims, en daarmee als een aandelenemissie waarin een tweede emissie-op-termijn verborgen is.⁹ Het feit dat aan de te emitteren aandelen warrants zijn gekoppeld is mede bepalend voor het slagen van de emissie. (Bijvoorbeeld bij de genoemde emissie van aandelen Akzo was, blijkens commentaren in de financiële pers, de naar verhouding hoog gestelde emissieprijs van het aandeel slechts haalbaar dankzij de toegevoegde warrant; zie bijvoorbeeld Het Financieele Dagblad van 27 mei 1983). De warrant heeft aldus bij z'n creatie een waarde en de beleggers betalen er voor: een deel van de gestorte emissieprijs van het aandeel is de prijs die wordt betaald voor de warrant. De onderneming ontvangt derhalve een gecombineerde storting van eigen vermogen, namelijk een inbreng op uitgegeven aandelen en een inbreng op uitgegeven warrants.

De warrant vormt principieel een *financieringsinstrument*, door de uitgifte waarvan eigen (ondernemend) vermogen wordt aangetrokken. (Dat het bij de uitgifte van warrants onzeker is of, en zo ja, wanneer ze zullen worden uitgeoefend, doet aan dit principe niets af).

4 De financieringsfunctie van de warrantlening

De conclusie van de vorige paragraaf maakt duidelijk hoe naar mijn mening de financieringsfunctie van de warrantlening is: door het emitteren van obligaties + warrants trekt de onderneming zowel vreemd (niet-ondernemend) vermogen als eigen (ondernemend) vermogen aan. Tengevolge van het feit dat voor het obligatiegedeelte van de emissie de door de onderneming aangegane verplichtingen op voorhand expliciet zijn vastgelegd, kan eenduidig worden bepaald *hoe groot de inbreng van de beleggers is vanwege de uitgegeven warrants*.

Ik licht dit toe voor een laagrentende warrantlening, want daar gaat het in deze beschouwing uiteindelijk om. Aangezien het feitelijke emissiebedrag in alle genoemde gevallen (zie paragraaf 1) overeenkwam met de nominale waarde van de uitgegeven obligaties, neem ik dat in het onderstaande eenvoudigheidshalve ook aan. De aflossing van de obligaties geschiedt à pari (ook dat is overeenkomstig de genoemde gevallen). Voorts geldt, dat zoals praktisch gebruikelijk is, per obligatie 1 warrant wordt uitgegeven. De volgende symbolen zullen worden gebruikt.

- NW = nominale waarde per obligatie;
- n = aantal uitgegeven obligaties (de nominale waarde van de gehele lening is dus: $NW \cdot n$);
tevens is: n = aantal geëmitteerde warrants;
- r_M = marktinterestvoet die van toepassing is op de onderhavige lening (de vereiste rentabiliteit voor belegging in dit type obligaties);
- r_C = couponvoet van de obligaties (het laagrentende karakter impliceert: $r_C < r_M$);
- L = looptijd van de obligaties (in het geval van aflossing door uitloting: de gemiddelde looptijd);
- $\Delta VV, \Delta EV$ = toename van het vreemde, respectievelijk eigen vermogen van de onderneming.

De omvang van de lening in de economische betekenis, ook wel aan te duiden als *het effectieve leenbedrag*, is dan gelijk aan:

$$\Delta VV = \sum_{t=1}^L \frac{r_C \cdot [NW \cdot n]}{(1+r_M)^t} + \frac{[NW \cdot n]}{(1+r_M)^L}$$

Het bedrag dat de onderneming via de warrantlening op de vermogensmarkt leent, komt overeen met de contante waarde van de aangegane verplichtingen; en wel: contant gemaakt tegen de op de vermogensmarkt geldende rentabiliteitseis met betrekking tot belegging in de onderhavige obligaties. Het resterende gedeelte van de emissie-opbrengst is de inbreng van eigen vermogen uit hoofde van de uitgegeven warrants:

$$\Delta EV = [NW \cdot n] - \Delta VV = [NW \cdot n] - \left[\sum_{t=1}^L \frac{r_C \cdot [NW \cdot n]}{(1+r_M)^t} + \frac{[NW \cdot n]}{(1+r_M)^L} \right] = \sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot [NW \cdot n]}{(1+r_M)^t} \quad 10$$

Volgens deze redenering zal na de emissie op de balans van de onderneming aan de vermogenszijde de obligatielening moeten worden opgenomen voor de waarde ΔVV en onder het eigen vermogen een ontvangen agio ten bedrage van ΔEV moeten verschijnen. Indien zou worden volstaan met het vermelden van de obligatielening tegen de nominale waarde, $NW \cdot n$, wordt in financieel-economisch opzicht een onjuist beeld gegeven van de aangegane verplichtingen en tevens geen recht gedaan aan de financieringsfunctie van de uitgegeven warrants.

De belegger die aan de emissie deelneemt belegt *per obligatie*

$$\text{een bedrag: } \Delta VV/n = \sum_{t=1}^L \frac{r_C \cdot NW}{(1+r_M)^t} + \frac{NW}{(1+r_M)^L} \quad [1]$$

En *per warrant* brengt de belegger eigen vermogen in tot een

$$\text{bedrag van: } \Delta EV/n = \sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1+r_M)^t} \quad [2]$$

Dit laatste bedrag zegt als zodanig niets over de (markt)waarde van de warrant. Theoretisch kan voor de bepaling van deze waarde aansluiting worden gezocht bij het optiewaarderingsmodel dat in paragraaf 2 is genoemd, of men zou voor een ruwe benadering kunnen redeneren vanuit de zgn. bodemwaarde van de warrant.¹¹

In de praktijk speelt de door de beleggers gepercipieerde marktwaarde van de warrants uiteraard een cruciale rol, omdat het slagen van de emissie hiermee samenhangt. De voorwaarde voor het slagen van de emissie komt neer op: inbreng per warrant < geschatte marktwaarde van de warrant (symbool: MWW). Dit is, gebruik makend van [2]:

$$\sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1+r_M)^t} < MWW.$$

De deelnemende beleggers ontvangen een consumentensurplus naarmate er in hun ogen bij de vervulling van deze voorwaarde méér sprake is van een ongelijkheid. Door het verlagen van de couponvoet r_C (of door het

verhogen van het emissiebedrag per obligatie + warrant, maar dat blijkt niet zonder meer uit de hier gehanteerde formule) kan de onderneming trachten een deel van dit consumentensurplus af te romen¹², waarbij in principe de kans op het slagen van de emissie zal dalen.

De door de belegger gestorte inbreng per warrant - zie [2] in het voorgaande - is de betaalde verkrijgingsprijs van een *ondernemende belegging*, die in de onderhavige vermogenstransactie is gekoppeld aan de *niet-ondernemende belegging* in de obligatie (waarvan de verkrijgingsprijs overeenkomt met [1] in het bovenstaande).

Als voorbeeld ter toelichting van deze redenering neem ik de 4 % warrant-lening 1984 ten laste van Philips. In december 1984 vond de uitgifte plaats, tegen 100 %, van nominaal f 300 mln. 4 % obligaties per 1990/1994 (aflossing à pari, in 5 gelijke termijnen; de gemiddelde looptijd is dus 8 jaar). Per obligatie van f 1000 nominaal werd tevens 1 warrant geëmitteerd. Voor de actuele marktinterestvoet ten tijde van deze emissie kunnen we aansluiting zoeken bij het toentertijd heersende effectieve rendement van staatsobligaties met een vergelijkbare (resterende) looptijd. Dit rendement was ongeveer 7 1/2 %; ik hanteer dit percentage als de relevante marktinterestvoet, r_m .¹³

De belegger betaalt per obligatie een effectieve prijs gelijk aan

$$\sum_{t=1}^8 \frac{0,04 \times 1000}{(1,075)^t} + \frac{1000}{(1,075)^8} = f 795, \text{ en de verkrijgingsprijs per warrant}$$

is derhalve $f 1000 - f 795 = f 205$.

Dit laatste bedrag kan ook worden bepaald volgens [2] in het voorgaande:

$$\sum_{t=1}^8 \frac{(0,075 - 0,04) \times 1000}{(1,075)^t} = f 205.$$

De totale opbrengst van de emissie bedraagt f 300 mln.. Hiervan vormt

$$\sum_{t=1}^8 \frac{0,04 \times 300 \text{ mln.}}{(1,075)^t} + \frac{300 \text{ mln.}}{(1,075)^8} = f 238,5 \text{ mln. het effectieve bedrag}$$

aan vreemd vermogen dat de onderneming ontvangt. De inbreng van eigen vermogen bedraagt f 61,5 mln..

Blijkens de toelichting in de jaarrekening van Philips is het via de warrant-lening aangetrokken vermogen (te zamen met de opbrengst van andere warrantleningen, vergelijk noot 2) ook op deze wijze op de balans verantwoord: de lening tegen de contante waarde (althans zo interpreteer ik de uitdrukking 'onder aftrek van disagio') en de storting uit hoofde van de uitgifte der warrants als agio onder het eigen vermogen.¹⁴

5 Het beleggingsinkomen en de belastingheffing

De voorgaande redenering omtrent de financieringsfunctie van de warrant heeft implicaties met betrekking tot het beleggingsinkomen van de inschrijvers op een warrantlening. Voor het gemak ga ik er in de volgende redenering vanuit dat de bij de emissie verkregen obligaties gedurende de gehele looptijd zullen worden aangehouden. Wat er met de verkregen warrants wordt gedaan is vooralsnog niet van belang.

De belegging in een obligatie levert per jaar een interestvergoeding op van $r_c \cdot NW$, en aan het einde van de looptijd wordt tevens een bedrag NW ontvangen. Gelet op de omvang van het effectieve leenbedrag per obligatie heeft deze slotbetaling NW slechts gedeeltelijk het karakter van een *aflossing* (symbool: AFL) en wel, gelijk aan het bedrag van de effectieve inbreng bij de emissie:

$$AFL = \Delta VV/n = \sum_{t=1}^L \frac{r_c \cdot NW}{(1+r_M)^t} + \frac{NW}{(1+r_M)^L}; \text{ vergl. [1] in paragraaf 4.}$$

De rest van de slotbetaling heeft het karakter van een *gecumuleerde interestvergoeding*.

Deze gecumuleerde interest ontstaat doordat de jaarlijkse vergoeding per obligatie, $r_c \cdot NW$, niet toereikend is om te voldoen aan de rentabiliteitseis r_m over het effectief geleende bedrag per obligatie. $\Delta VV/n$. Tijdens de looptijd cumuleert aldus per obligatie een interestverplichting (symbool: INT^Σ) voor de onderneming:

$$INT^\Sigma = \sum_{t=1}^L [(r_M \cdot \Delta VV/n - r_c \cdot NW) \times (1+r_M)^{L-t}] \quad [3a]$$

In de Appendix aan het einde wordt toegelicht dat:

$$\sum_{t=1}^L [(r_M \cdot \Delta VV/n - r_c \cdot NW) \times (1+r_M)^{L-t}] = \sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_c) \cdot NW}{(1+r_M)^t} \quad [3b]$$

en tevens dat voor INT^Σ , zoals zojuist gedefinieerd, geldt:

$$INT^\Sigma = NW - AFL \quad [3c]$$

Daarmee blijkt, hetgeen financieel-rekenkundig geen verbazing zal wekken, dat de gecumuleerde interestverplichting (op basis van samengestelde interest) exact wordt voldaan als onderdeel van de uitbetaling NW bij uitlooting.

Het *interestinkomen* van de belegger bedraagt aldus gedurende de looptijd (jaar 1 t/m L) per obligatie: $r_C \cdot NW$ in jaar 1 t/m $L-1$, en:

$$r_C \cdot NW + INT^x = r_C \cdot NW + \sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1+r_M)^t} \text{ in jaar } L.$$

Toegepast op het voorbeeld van de 4% warrantlening van Philips: het jaarlijkse *interestinkomen* over 1985 t/m 1991 is $0,04 \times 1000 = f 40$ per obligatie; en over 1992 (verwachte jaar van aflossing) is de *interest*

$$0,04 \times 1000 + \sum_{t=1}^8 \frac{(0,075 - 0,04) \times 1000}{(1,075)^t} = f 245.$$

Het uit hoofde van de warrants te verkrijgen beleggingsinkomen ligt geheel in de sfeer van koerswinsten of -verliezen, analoog aan een belegging in beursopties. Dus voor de bepaling van het belastbare deel van het beleggingsinkomen (want daar wil ik tenslotte naar toe) is het irrelevant in hoeverre de warrants worden uitgeoefend of via de beurs worden verkocht (dan wel bij het verstrijken van de uitoefenperiode waardeloos worden omdat uitoefening niet aantrekkelijk blijkt te zijn geworden).

Het is thans duidelijk wat de fiscale implicaties voor de (particuliere) belegger zijn van de voorgaande financieel-economische analyse van de laagrentende warrantlening. De jaarlijkse couponinterest is slechts een deel van de *interestvergoeding* over het uitgeleende vermogen (de belegging per obligatie); er wordt tevens 'verborgen' *interest* ontvangen, en wel in samenhang met de aflossingsbetaling bij de uitloting. De fiscus kan derhalve een *belastingclaim* leggen op een deel van het bij uitloting ontvangen bedrag, nl.

$$\sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1+r_M)^t} \text{ (zie [3a] en [3b] in het voorgaande),}$$

als zijnde inkomen uit hoofde van gecumuleerde *interest*.

Wat is, tenslotte, de fiscale praktijk, zoals die volgt uit de in paragraaf 1 vermelde recente aanschrijving van de staatssecretaris van Financiën? Ik beperk mij tot de *belastingheffing* van particuliere beleggers.

In de aanschrijving worden bij de uitgifte van warrantleningen de volgende twee gevallen onderscheiden (in mijn bewoordingen weergegeven, met gebruikmaking van de symbolen uit het voorgaande).

a De laagrentende obligaties worden geëmitteerd tegen een uitgiftekoers van 100%. Dan wordt de *vergoeding* over deze hoofdsom gedeeltelijk gegeven in de vorm van de jaarlijkse couponinterest en gedeeltelijk in

de vorm van een warrant. De warrant is aldus vooruitontvangen interest, die belastbaar is in het jaar waarin de warrant wordt ontvangen. Uit praktische overweging zou de warrantwaarde gesteld kunnen worden op de contante waarde

$$\sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1 + r_M)^t} \quad [4]$$

- b De uitgiftekoers van de laagrentende obligaties is gelijk aan de contante waarde van de obligatie (d.i. $\Delta VV/n$), en de belegger verkrijgt los daarvan een warrant 'waarvoor een afzonderlijk vastgestelde prijs wordt betaald' (citaat). Dan vormt de warrant geen interestvergoeding. En in dit geval is bij de aflossing van de obligatie belasting verschuldigd over het verschil tussen de nominale waarde en de contante waarde van de obligatie.

Voorts is nog van belang te vermelden dat de aanschrijving onder meer ook bepaalt wanneer een obligatie fiscaal gezien laagrentend is: de vermelde belastingheffing is niet van toepassing indien bij de uitgifte van de warrantlening geldt: $r_m - r_c \leq 0,005$ (dit is 1/2 %).

De vijf voorbeelden van laagrentende warrantleningen die in paragraaf 1 zijn genoemd - gezamenlijke emissie-opbrengst f 710 mln. - vallen alle in de categorie a. De beleggers die aan deze emissies hebben deelgenomen, zouden derhalve over het jaar waarin de emissie plaatsvond per obligatie een verhoogd fiscaal inkomen hebben ten bedrage van de berekende warrantwaarde

$$\sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1 + r_M)^t}$$

In het voorbeeld van de 4% warrantlening Philips is dit extra fiscale inkomen (over 1984) f 205 per obligatie.

Gelet op de eerder afgeleide financieringsfunctie van de warrant is dit een merkwaardige constructie. Immers het genoemde bedrag per warrant is nu juist de door de belegger *betaalde* effectieve prijs van de warrant, het is de gedane belegging in het onderhavige waardepapier op grond van aan de onderneming overgedragen vermogen. Dit vervolgens als *inkomen* belasten is naar mijn mening geheel strijdig met de economische functie van de warrant als beleggings- en financieringsinstrument. De fiscale benadering die wél logisch samenhangt met de financieel-economische functie van de warrant, is die zoals in het bovenstaande weergegeven volgens b in de aanschrijving.

En daarmee kom ik op de formele kern van het probleem: wat is, naar de

fiscale interpretatie, *de emissieprijs van de obligatie in het kader van een warrantlening*? Kennelijk is daarvoor bepalend wat de emittent bij de emissie-aankondiging vermeldt. Ik meen dat dat een wel zeer eenzijdige toepassing is van de letter van het emissieprospectus. Deze leidt ertoe de warrant te bestempelen als een gratis uitgereikt recht, dat niettemin een (markt)waarde heeft en derhalve inkomen vormt; in plaats van te onderkennen, dat er op de vermogensmarkt geen 'free lunch' wordt geboden: de uitgegeven warrant is een recht met waarde en derhalve betaalt de belegger er onvermijdelijk een prijs voor aan de onderneming.¹⁵ Is het in dat licht werkelijk van belang dat bij de uitgifte van de warrant van "een *afzonderlijk vastgestelde* prijs" (citaat uit de aanschrijving; cursivering door mij toegevoegd) sprake is? Die prijs ligt toch eenduidig vast binnen de constructie van de warrantlening! (Bovendien: de fiscus kan met de berekening, die vereist is voor het expliciteren van deze prijs, geen enkele moeite hebben - deze berekening is immers cruciaal voor de belastingheffing volgens het geval *a* in de aanschrijving . . .).

6 Besluit

De conclusie uit het voorgaande is dat de warrant een duidelijke financieringsfunctie heeft en uit dien hoofde moet worden gezien als een waardepapier waarmee eigen (ondernemend) vermogen wordt verschaft aan de emitterende onderneming. De warrantlening berust derhalve op een gecombineerde emissie, waarmee simultaan vreemd (niet-ondernemend) vermogen en eigen (ondernemend) vermogen worden onttrokken aan de vermogensmarkt.

De belegging in laagrentende obligaties, als onderdeel van een dergelijke gecombineerde vermogensoverdracht, moet naar mijn mening fiscaal *afzonderlijk* worden gezien, los van de belegging in de warrants. Aldus is het juiste moment om 'verborgen' interestinkomen te belasten gelegen aan het einde van de looptijd van de obligaties¹⁶, wanneer in het kader van de aflossing de gecumuleerde achterstallige marktinterest wordt uitgekeerd.

Tenslotte: heeft het, in materieel opzicht, zin hier een probleem van te maken?

Uit de voorgaande analyse blijkt (zie [3] en [4] in paragraaf 5) dat de *hoogte* van het additionele fiscale inkomen, waar het hier om gaat, niet het punt van discussie is. Het is steeds de contante waarde van het verschil tussen de marktinterest en de couponinterest (over de nominale waarde). De discussie draait per saldo om het *tijdstip* waarop dit additionele inkomen wordt ontvangen: aan het begin dan wel aan het einde van de looptijd van de obligaties (ook nu negeer ik de complicaties ten gevolge van tussentijdse vervreemding). In het geval van de 4% warrantlening Philips 1984 gaat het om een geschat bedrag van f 61,5 mln. (voor alle geëmitteerde obligaties tezamen; vergelijk paragraaf 4). Zou dit niet over 1984 (zoals de fiscus thans beoogt), maar over de periode 1990-1994, stel: gemiddeld in 1992, als additioneel interestinkomen worden belast, dan betekent dat een contante waarde verlies voor de fiscus en dus een contante waarde winst voor de

gezamenlijke beleggers. Nemen we voor de eenvoud aan dat de marktinterestvoet van 7,5% ook van toepassing is op het tijdvak dat hier aan de orde is (er moet namelijk rekening worden gehouden met de vertraging die optreedt tussen de inkomensvorming en de feitelijke belastingbetaling), dan is dit contante waarde verschil gelijk aan:

$$\beta \times [61,5 \text{ mln} - \frac{61,5 \text{ mln.}}{(1,075)^8}] = \beta \times f 27 \text{ mln.};$$

waarin het symbool β de relevante marginale belastingvoet weergeeft. Zou deze belastingvoet als gemiddelde $\beta = 0,40$ zijn¹⁷, dan bedraagt het contante verschil bijna $f 11$ mln (let wel, dit verschil heeft alléén betrekking op de 4% warrantlening Philips 1984).

Literatuur

- J. L. Bouma, *Leerboek der bedrijfseconomie, deel II*, Wassenaar: Delwel, 1980.
 J. C. Cox en M. E. Rubinstein, *Options Markets*, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, 1985.
 F. J. G. M. Cremers, *De rol van de warrant als financieringsvorm voor de onderneming*, Deventer: Kluwer, 1979.
 D. Juch, "De warrantlening: het einde? of het einde van de warrantlening", in: J.E.A.M. van Dijk en R. T. J. Smid (red.), *Fiscale aspecten van ondernemingen; opstellen aangeboden aan prof. D. A. M. Meeles*, Deventer: Kluwer, 1985.
 C. T. L. Korthout, "De warrantlening als financierings- en beleggingsinstrument", *Economisch Statistische Berichten*, 30 mei 1984, pp. 499-501.
 J. H. Pontier, *Opties: profiel van een modern beleggingsinstrument*, Deventer: Kluwer, 1985.
 W. F. Sharpe, *Investments*, Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, 1985.

Noten

1 Er bestaat ook een variant van de warrantlening waarbij de warrants recht geven op de koop van obligaties ten laste van de onderneming. Einde 1984 heeft bijv. De Nationale Investeringsbank zo'n emissie gedaan (dit betrof overigens een dollarlening). In een dergelijk geval wordt gesproken van 'obligatiewarrants'. Ik laat deze variant hier buiten beschouwing en beperk mij tot de warrant in de gangbare gedaante van aandeelwarrant.

2 Tegelijk met deze lening plaatste Philips in West Duitsland een 3 1/2 % warrantlening van DM 250 mln. Eerder in 1984 plaatste het concern in Frankrijk een warrantlening van FFr. 600 mln. In 1983 had Philips op de 'Eurobond market' al een 6 3/4 % dollarlening met warrants geplaatst tot een bedrag van US\$ 200 mln.

3 'Niet-ondernemend' duidt op het kenmerk dat de vergoeding over het belegde bedrag (het aandeel van de onderneming overgedragen vermogen) contractueel vastligt en aldus niet afhankelijk wordt gesteld van de ondernemingsresultaten. Bij een ondernemende belegging is daarentegen geen sprake van een contractueel vastgelegde vergoeding: het beleggingsresultaat is principieel afhankelijk (direct of indirect) van de resultaten van de onderneming. Overigens geldt voor iedere verhandelbare belegging, zowel ondernemend als niet-ondernemend, dat het beleggingsresultaat tevens afhankelijk is van de algemene (dit is niet ondernemingsgebonden) ontwikkeling op de vermogensmarkt.

4 Recentelijk heeft Juch (1985) de warrantlening vanuit een fiscaal gezichtspunt besproken, zulks naar aanleiding van de beantwoording door de staatssecretaris van de in het voorgaande gereleveerde kamervragen, voorjaar 1985 (in deze beantwoording wordt vooruitgelopen op de thans uitgegane aanschrijving aan de belastingdienst). Juchs kritische kanttekening bij de fiscale behandeling van particuliere beleggers die deelnemen in een warrantlening (t.a.p., pag. 75), komen in essentie overeen met mijn conclusie in de navolgende paragraaf 5.

5 Een overzicht van deze verschillen is eerder o.a. gegeven door Korthout (1983). Diens artikel bespreekt ook diverse aspecten van de warrantlening die in de onderhavige beschouwing centraal staan.

In dit verband is het tevens dienstig te wijzen op het onderzoek van Cremers (1979) naar de kenmerken en toepassingen van warrants.

6 *Vergelijk bijvoorbeeld: Pontier (1985), hoofdstuk 3; of: Sharpe (1985), hoofdstuk 16.*

7 *Bij een diepgaander analyse blijkt dat deze conclusie nuancering vereist. Deze diepgang ligt buiten het bestek van dit artikel.*

Vergelijk Cox en Rubinstein (1985), pp. 392-399.

8 *Zie bijvoorbeeld: Kromhout (1983), p. 499n.*

9 *Dit beeld wordt biju bij de Akzo emissie (mei 1983) duidelijk bevestigd door de relatief korte looptijd van de warrants (ca. 1 1/2 jaar).*

10 *Deze herleiding berust op het verband:*

$$[NW \quad n] = \sum_{t=1}^L \frac{r_M \cdot [NW \cdot n]}{(1+r_M)^t} + \frac{[NW \cdot n]}{(1+r_M)^L}.$$

11 *Vergelijk Bouma (1980), pp. 313-315.*

12 *Aan dit mechanisme zit nog een andere zijde. De onderneming kan ook de hoogte van de uitoefenprijs (en de lengte van de uitoefenperiode) van de warrant variëren, en langs die weg invloed uitoefenen op de hoogte van MWW (vergelijk het waardingsmodel in paragraaf 2). De vaststelling van de hoogte van de couponvoet van de obligaties hangt derhalve samen met de bepaling van de hoogte van onder meer de uitoefenprijs van de warrants. (Het niveau van deze laatste is tevens van invloed op de waarschijnlijkheid dat de warrants t.z.t. daadwerkelijk uitgeoefend zullen worden. En dus speelt bij de vaststelling van de genoemde grootheden ook mee de mate waarin de onderneming zich wenst te verzekeren van toekomstige uitoefening der warrants).*

13 *Men kan redeneren dat dit in principe aan de lage kant is. Niet zozeer vanwege de invloed van het kredietwaardigheidsrisico (want die lijkt niet merkbaar), als wel vanwege het zgn. couponeffect; dit is de invloed van de lage couponvoet van de Philips-obligaties ten opzichte van de couponvoet van de beschouwde staatsobligaties (omstreeks 8 1/2 %). Het verschil in de vereiste rentabiliteit zal mijns inziens echter gering zijn.*

14 *Zie: Jaarverslag Philips 1984, pp. 72 respectievelijk 67. De tekst van de toelichting spreekt over 'marktwaarde der warrants': ik neem aan dat dit moet worden geïnterpreteerd als: het bedrag dat effectief op de markt is verkregen bij de uitgifte van de warrants. Ik kan mij althans niet goed voorstellen dat hier een (theoretische) vermogensmarktwaarde zou worden bedoeld.*

15 *Dit komt met name zeer treffend tot uiting bij de emissie van aandelen-met-warrants. Niemand zal geneigd zijn te redeneren dat de aan het geëmitteerde aandeel verbonden warrant een vergoeding is (waarvoor? voor toekomstig gederfde dividenden?). Het is duidelijk dat in de gestelde emissieprijs per aandeel tevens voor de warrant wordt betaald (vergelijk het voorbeeld van de Akzo emissie in paragraaf 3).*

16 *En tevens, op fiscaal geëigende voorwaarden, bij vervreemding vóór het einde van de looptijd.*

17 *Dit is een tamelijk willekeurige greep. Voor een correcte schatting zou bekend moeten zijn: (1) welk gedeelte de (Nederlandse) particuliere beleggers uitmaken van de gehele beleggersgroep die aan de emissie heeft deelgenomen, en (2) wat gemiddeld voor deze particuliere beleggers het marginale tarief is. (Voorts dient te worden bedacht dat ook deze calculatie in principe afziet van verhandeling van de obligaties via de beleggingsmarkt).*

Appendix: toelichting formules [3c] en [3b] uit par. 5

Symbolen: zie het begin van paragraaf 4.

Het effectieve leenbedrag per obligatie is gedefinieerd (zie [1] in par. 4) als:

$$\Delta VV/n = \sum_{t=1}^L \frac{r_C \cdot NW}{(1+r_M)^t} + \frac{NW}{(1+r_M)^L} \quad (\text{i})$$

Voorts geldt, als een elementair financieel-rekenkundige relatie:

$$\Delta VV/n = \sum_{t=1}^L \frac{r_M \cdot \Delta VV/n}{(1+r_M)^t} + \frac{\Delta VV/n}{(1+r_M)^L} \quad (\text{ii})$$

Combinatie van (i) en (ii) resulteert in:

$$\sum_{t=1}^L \frac{r_M \cdot \Delta VV/n - r_C \cdot NW}{(1+r_M)^t} + \frac{\Delta VV/n - NW}{(1+r_M)^L} = 0, \text{ waaruit volgt:}$$
$$\sum_{t=1}^L [(r_M \cdot \Delta VV/n - r_C \cdot NW) \times (1+r_M)^{L-t}] = NW - \Delta VV/n \quad (\text{iii})$$

Het linkerlid van deze vergelijking is de per obligatie gecumuleerde interestvergoeding INT^z , en het rechterlid komt overeen met het gedeelte van de betaling bij uitloting dat niet dient ter aflossing van het effectieve leenbedrag, dit is $NW - AFL$. Met andere woorden, voor de slotbetaling per obligatie op $t=L$ geldt: $NW = AFL + INT^z$.

Q.E.D

Volgens [2] in par. 4 is:

$$\Delta EV/n = NW - \Delta VV/n = \sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1+r_M)^t},$$

zodat (iii) kan worden herschreven als:

$$\sum_{t=1}^L [(r_M \cdot \Delta VV/n - r_C \cdot NW) \times (1+r_M)^{L-t}] = \sum_{t=1}^L \frac{(r_M - r_C) \cdot NW}{(1+r_M)^t}, \quad \text{Q.E.D.}$$