

WARRANTLENING VERSUS CONVERTEERBARE LENING

door Dr. F. J. G. M. Cremers

Inleiding

Dit artikel en een belangrijk deel van het boek, waarop dit artikel is gebaseerd, handelen over overeenkomsten en verschillen tussen warrant- en converteerbare leningen. Schrijver komt tot de conclusie dat uit theoretische overwegingen zowel beleggers als ondernemingen de warrantlening zouden moeten prefereren boven de converteerbare lening. In de praktijk blijkt echter een duidelijke voorkeur te bestaan voor de emissie van een converteerbare lening. Deze voorkeur is naar de mening van de auteur gelegen in het feit dat beleggings- en financieringsmogelijkheden, geboden door warrants, in onvoldoende mate bekend zijn bij beleggers, bankiers en leiders van ondernemingen. Het is hieruit verklaarbaar dat van de warrant als financieringsfiguur tot op heden in de praktijk nog slechts in geringe mate gebruik is gemaakt.

In het kader van een vernieuwing van het financiële instrumentarium van ondernemingen kan in sommige gevallen naast de emissie van leningen, waarvan de rentehoogte op een of andere wijze afhankelijk is van een variabele zoals bijvoorbeeld het rentepeil of de winsthoogte, ook gedacht worden aan emissies van warrantleningen. Een warrantlening kan omschreven worden als een lening waaraan warrants zijn verbonden, die zijn houder gedurende een bepaalde periode en onder bepaalde voorwaarden het recht geven om een zekere hoeveelheid aandelen te verwerven. Als voorbeeld kan de warrantlening van Nationale Nederlanden worden genoemd. Het betreft hier een 8% euro-dollarlening uit 1976 tot een bedrag van \$ 30 miljoen waaraan warrants zijn toegevoegd. Aan iedere inschrijver op \$ 1000 obligaties werden twee warrants verstrekt ter verkrijging van certificaten vertegenwoordigende ieder 10 aandelen van nominaal f 10 in Nationale Nederlanden tegen de prijs van f 120 per nominaal f 10. Het in de warrant vervatte optierecht kan tot 15 juni 1988 worden uitgeoefend. Ongeveer een jaar later kwamen de Westland-Utrecht hypotheekbank en Naarden International ieder met een warrantlening. Met name de emissie van de Westland-Utrecht vormde een interessante financieringsconstructie, doch deze is te complex om in het bestek van dit artikel te bespreken.

Verwantschap tussen warrant- en converteerbare lening

De financieringsvorm welke grote verwantschap met de warrantlening vertoont, is de converteerbare lening, een bekende en regelmatig toegepaste financieringsvorm. Een converteerbare lening kan omschreven worden als een lening waaraan een conversierecht is verbonden. Dit conversierecht geeft de mogelijkheid om, op initiatief van de houder, gedurende een bepaalde periode en onder bepaalde voorwaarden obligaties in aandelen om te wisselen. Wij

kunnen ook zeggen dat het conversierecht een aan een lening onlosmakelijk verbonden optierecht tot verkrijging van aandelen is, dat bij uitoefening de lening in het niet doet verdwijnen.

De verwantschap tussen een warrant- en een converteerbare lening is gelegen in het feit dat in beide gevallen sprake is van vreemd vermogen, alsmede van een recht tot verkrijging van aandelen onder bepaalde voorwaarden. Bei de financieringsvormen kennen vanuit beleggingsoogpunt dan ook een hybride karakter, in die zin dat zij een mengvorm tussen aandeel en obligatie vertegenwoordigen. De converteerbare lening kent dit hybride karakter, doordat volgtijdelijk bezien eerst van vreemd vermogen sprake is en vervolgens bij uitoefening van het conversierecht, van eigen vermogen. Bij de warrantlening ligt het accent meer op een gelijktijdig hybride karakter. Indien de houder van een warrantlening immers van zijn optierecht gebruik maakt, zal hij, uitgaande van de veronderstelling dat de lening nog niet is afgelost, naast crediteur ook aandeelhouder worden. Op deze wijze is dan uit deze financieringsfiguur zowel eigen als vreemd vermogen voortgekomen, dat gelijktijdig uitstaat.

De verwantschap tussen warrant- en converteerbare lening wordt ook teruggevonden in de motieven tot uitgifte van deze financieringsinstrumenten. Deze motieven kunnen worden teruggebracht tot twee hoofdmotieven. Enerzijds kunnen beide leningen worden uitgegeven met het doel om op langere termijn eigen vermogen aan te trekken. Anderzijds kan het motief gelegen zijn in het plaatsen van vreemd vermogen tegen bijzondere voorwaarden, waarbij men niet onwelwillend staat tegenover latere uitoefening der optie- of conversierechten. Zo kan een onderneming door toevoeging van warrants trachten bij een gegeven aan te trekken bedrag gunstiger voorwaarden te bedingen, dan wel een vergroting van het tegen bepaalde voorwaarden maximaal aan te trekken vreemd vermogen te bewerkstelligen. Daarbij is er sprake van een wisselwerking tussen de combinatie van warranttoevoeging, de optieprijs, de looptijd van de warrant en de voorwaarden van de lening. Met betrekking tot een compensatie in leningsvoorwaarden kan bij het verstrekken van warrants gedacht worden aan mogelijkheden als het achterwege laten van het stellen van zekerheden, het achterstellen van de lening, het verlengen van de looptijd van de lening en zeker niet in de laatste plaats aan het bieden van een lagere rente.

Verschillen tussen warrant- en converteerbare lening

Na de verwantschap tussen warrant- en converteerbare lening te hebben aangeduid, willen wij nu, zowel vanuit beleggings- als vanuit ondernemingsoptiek, de verschillen tussen beide financieringsinstrumenten behandelen. Gesteld kan worden dat vanuit het standpunt van de belegger de warrantlening superieur is ten opzichte van de converteerbare lening. Dit komt doordat de converteerbare obligatiehouder meer gebonden is dan de houder van een warrantlening. Terwijl de houder van de converteerbare lening deze kan a) verkopen, b) aanhouden of c) converteren in aandelen, kent de houder van de warrantlening meer mogelijkheden. Indien de warrants afscheidbaar zijn, kan hij a) de warrants verkopen en de lening aanhouden, b) de warrants aanhouden en de lening verkopen, c) de warrants uitoefenen en de lening aanhouden, d)

de warrants uitoefenen en de lening verkopen, e) beide aanhouden en f) beide verkopen. De mogelijkheden d), e) en f) zijn analoog aan de overeenkomstige mogelijkheden bij de converteerbare lening. De mogelijkheden a), b) en c) bieden de houder van een warrantlening echter meer vrijheidsgraden dan de houder van de converteerbare lening kent. Als logische consequentie hiervan zou verwacht mogen worden dat de belegger de warrantlening prefereert boven de converteerbare lening.

Ook vanuit ondernemingsoogpunt kan van verschillen tussen beide financieringsinstrumenten gesproken worden. Zo zijn er twee mogelijkheden om flexibiliteit in warrantvoorwaarden op te nemen, die zich bij een converteerbare lening (zonder terug- of bijbetalingsregeling) niet kunnen voordoen en wel:

- i) vaststelling van een verschillende looptijd van de lening en de warrants
- ii) vaststelling van een ongelijke grootte van het door warrants te verwerven eigen vermogen en de nominale obligatiewaarde van de warrantlening.

Indien bij een converteerbare lening conversie optreedt, zal in tegenstelling tot bij een warrantlening ten aanzien van het onder i) genoemde aspect vreemd vermogen van de balans verdwijnen en daar eigen vermogen voor in de plaats komen. Dit aangezien het samenvallen van het tijdstip van uitoefening van het conversierecht en het tenietgaan van de obligatielening een wezenskenmerk van dit financieringsinstrument vormt. In geval van afwezigheid van een terug- of bijbetalingsregeling zal het eigen vermogen precies toenemen met eenzelfde bedrag als waarmee het vreemd vermogen afneemt. Bij een warrantlening is dit niet noodzakelijk daar de looptijd van lening en warrants kunnen verschillen.

Ten aanzien van het onder ii) genoemde aspect kan opgemerkt worden dat bij een warrantlening de grootte van het door warrants te verwerven eigen vermogen kan variëren van bijvoorbeeld 20%, 50%, 100% tot 200% van de nominale obligatiewaarde van de warrantlening. Afhankelijk van de grootte van de terug- of bijbetalingsregeling ligt dit percentage bij de converteerbare lening op of dicht bij 100%.

De verschillende consequenties voor de vermogensstructuur van de onderneming als gevolg van een emissie van een warrant- of converteerbare lening komen voort uit de hierboven onder i) en ii) genoemde aspecten. Er zij hierbij nog op gewezen dat de ondernemingsleiding, op grond van inzichten die op een bepaald moment gelden, de mogelijkheid heeft het geld dat ter beschikking komt bij uitoefening der warrants ofwel te investeren ofwel te gebruiken om er vreemd vermogen mee af te lossen. Bij conversie van een converteerbare lening bestaat deze mogelijkheid niet, omdat geen additionele middelen ter beschikking komen.

Spanningsveld tussen theorie en praktijk

Zowel voor de belegger als voor de ondernemer lijkt derhalve de warrantlening de voorkeur te verdienen boven de converteerbare lening (Cremers, 1979). Als gevolg hiervan zou verwacht mogen worden dat de warrantlening

meer wordt toegepast dan de converteerbare lening. De praktijk bevestigt deze verwachting echter niet. In Nederland lag eind 1977 het aantal converteerbare leningen met beursnotering rond 45, terwijl er slechts 3 warrantleningen genoteerd stonden.

De vraag rijst nu hoe deze uit de praktijk blijkende voorkeur voor de converteerbare lening te verklaren is. Teneinde tot een antwoord op deze vraag te komen, verschaft een Amerikaans onderzoek van Lavelly, dat naar onze mening ook grote waarde heeft voor Nederland, interessante gegevens (Lavelly, 1970). Uit dit onderzoek komt naar voren dat de in de praktijk blijkende voorkeur voor de converteerbare lening niet zozeer op de intrinsieke geschiktheid van dit financieringsinstrument is gebaseerd, dan wel op het feit dat ondernemingsleiding en bankiers in de veronderstelling verkeren dat beleggers de converteerbare lening in zijn algemeenheid boven de warrantlening prefereren. De vraag waarom beleggers een converteerbare lening zouden prefereren boven de warrantlening is naar onze mening hierin gelegen dat zij en misschien ook sommige beleggingsadviseurs minder goed bekend zijn met de mogelijkheden, die warrants uit beleggings- en financieringsoogpunt bieden.

Dat de warrantlening in Nederland veel minder bekend is dan de converteerbare lening is overigens tot op zekere hoogte wel verklaarbaar. De converteerbare lening geniet als financieringsinstrument bij ondernemingen grote belangstelling. Deze populariteit van de converteerbare lening bij ondernemingen is vergezeld gegaan van een grote belangstelling in wetenschappelijke kringen alsmede in de financiële pers voor deze financieringsvariant. Aandacht in de literatuur kan op haar beurt weer leiden tot een verdieping van inzichten in de mogelijkheden van een financierings/beleggingsvariant bij zowel ondernemingen als beleggers, hetgeen voor ondernemingen weer aanleiding kan vormen om tot een emissie van die financieringsvorm over te gaan. In deze zin kan van een wisselwerking gesproken worden, welke heeft bijgedragen tot een steeds grotere bekendheid van de converteerbare lening bij beleggers.

Met betrekking tot de warrantlening heeft deze wisselwerking in andere richting plaats gevonden. Er is immers weinig literatuur in Nederland over de warrantlening verschenen, hetgeen waarschijnlijk van invloed is geweest op het geringe aantal emissies. Anderzijds vormt het geringe gebruik van de warrantlening weer een rem op publicaties over dit onderwerp. Een en ander heeft tot gevolg gehad dat de warrantlening in Nederland een vrij onbekende en naar onze mening ondergewaardeerde financieringsvorm is. In dit verband kan van een marktperfectie gesproken worden, die zich gedurende langere tijd heeft gecontinueerd. Het mag mede een taak van het bankwezen geacht worden om deze ontwikkeling om te buigen en om de warrantlening uit haar isolement binnen het scala van financieringsmogelijkheden te halen. Gelukkig lijken er tekenen aanwezig die er op wijzen dat het bankwezen hier niet geheel onwelwillend tegenover staat.

Een tweede oorzaak voor de geringere populariteit van een warrantlening ten opzichte van de converteerbare lening in Nederland is misschien gelegen in het speculatieve karakter van de warrant. Juist dit speculatieve karakter kan voor ondernemers en/of hun adviseurs reden zijn terughoudendheid te betrachten met warrantemissies teneinde beleggers niet te confronteren met

een speculatief beleggingsobject als de warrant. Mogelijk speelt een calvinistisch trekje hier op de achtergrond in mee. Hier kan echter tegenover worden gesteld dat een warranthouder, indien hij dat wenst, een zodanige portefeuille kan creëren dat zijn risico overeenkomt met een investering in een converteerbare lening. Zo kan hij bijvoorbeeld naast warrants een staatslening kopen. In feite ontstaat dan op kunstmatige wijze een converteerbare lening. Ondernemers en/of hun adviseurs behoeven dan ook naar onze mening vanwege het speculatieve karakter van warrants geen terughoudendheid met warrantemissies te betrachten.

Literatuurverwijzingen

1. F. J. G. M. Cremers (1979), De rol van de warrant als financieringsvorm voor de onderneming, NIBE/Kluwer.
2. J. Lavelly (1970), Comparative usage of bond-warrant and convertible bond issues, University of Iowa.