

De warrant als financieringsinstrument

Er hebben zich in 1986 enkele opvallende ontwikkelingen voorgedaan in de toepassing van warrants bij de financiering van ondernemingen. Kan er sinds 1983 worden gesproken van een sterk toegenomen belangstelling voor het gebruik van warrants op de Nederlandse kapitaalmarkt, in 1986 lijkt de warrant te zijn volgroeid tot een zelfstandig, volwassen financieringsinstrument.

Groeiende belangstelling

Warrants waren tot voor kort vooral bekend in de context van de warrantlening. Bij het aangaan van een obligatielening verbindt een onderneming aan iedere uit te geven obligatie één of meer warrants, die de houder het recht geven gedurende een bepaalde periode aandelen van de desbetreffende onderneming te kopen tegen een bij de uitgifte van de warrants vastgestelde prijs. In het verleden werd de warrant vooral gekenmerkt als een lokkertje ('sweetener') om de obligaties voor beleggers aantrekkelijker te maken. In een andere gangbare interpretatie werd een warrantlening wel vergeleken met een converteerbare obligatielening; de warrant komt in deze vergelijking overeen met het conversierecht, met dien verstande dat het in de vorm van een warrant in de regel om een afscheidbaar recht gaat, het kan onafhankelijk van de obligatie worden verhandeld en uitgeoefend 1).

Inmiddels heeft de warrant zich ontdaan van de rol van bijwagen in de obligatie-karavaan en zich ontwikkeld tot een zelfstandig en volwaardig financieringsinstrument voor ondernemingen. In ons land is het met name Akzo geweest die de warrant in z'n volwassen gedaante heeft geïntroduceerd. De eerste stap in deze introductie werd gezet in mei 1983, toen Akzo een emissie aankondigde van aandelen-met-warrants. Door middel van de met de aandelen uitgegeven warrants werd als het ware tevens een vervolgemissie in gang gezet. (Dit beeld werd versterkt door de relatief korte looptijd van de warrants, 1½ jaar 2)). Via de warrants werd de eerste tranche van deze vervolgemissie binnengehaald. Immers, de kopers van de aandelen-met-warrants bij de emissie in juni 1983 kregen de warrants niet gratis, maar betaalden er voor – getuige de heersende opinie dat de emissiekoers van f. 53,50 niet zou zijn gerealiseerd als er geen warrants aan de geëmit-

teerde aandelen zouden zijn verbonden (zie b.v. een beschouwing van Meeuwis in *Het Financieele Dagblad* van 27 mei 1983). En dat beleggers er voor zouden moeten betalen is inmiddels genoegzaam bekend: de in de warrant besloten optie heeft een waarde, zoals ook een op de optiebeurs (EOE) verhandelde call-optie een waarde heeft. (Hiermee wil niet gezegd zijn dat er tussen warrants en beursopties geen theoretische – en empirische – waarderingsverschillen bestaan; maar in essentie ontleent de warrant, evenals de call-optie, z'n waarde vooral aan het verschil tussen uitoefenprijs en aandeelprijs, aan de beweeglijkheid van de aandeelprijs en aan de lengte van de nog resterende uitoefenperiode 3). Ook in 1986 vond er een emissie van aandelen-met-warrants plaats. In mei heeft Amro op deze wijze (bruto) f. 398,4 mln. aan eigen vermogen aangetrokken (de uitoefenperiode van de geplaatste warrants loopt tot eind 1989).

Gegeven de figuur van de emissie van aandelen-met-warrants als een soort 'tweetrapsraket' voor de verwerking van eigen vermogen, was het wachten op de *afzonderlijke uitgifte* van de warrants ten behoeve van de eigen-vermogenfinanciering. En dat heeft Akzo – via een emissiesyndicaat onder leiding van de Amro Bank – in september 1986 gedaan. Er vond een succesvolle emissie plaats van 1.999.681 warrants tegen de prijs van f. 48; iedere warrant geeft tot het einde van september 1991 recht op de koop van één aandeel Akzo tegen een uitoefenprijs van f. 120. Aldus beoogt Akzo uiteindelijk (bruto) ongeveer f. 336 mln. aan eigen vermogen aan te trek-

1) Een uitvoerige beschrijving van de eigenschappen van warrants en van de toepassingen ervan vóór 1980 is te vinden bij: F.J.G.M. Cremers, *De rol van de warrant als financieringsvorm voor de onderneming*, Deventer 1979. In *ESB* is enige jaren geleden een bespreking van de warrantlening gegeven; zie: C.T.L. Korthout, *De warrantlening als financierings- en beleggingsinstrument*, *ESB*, 30 mei 1984, blz. 499-501.

2) Hiermee onderscheidt deze emissie van aandelen-met-warrants zich van een soortgelijke emissie door Nationale-Nederlanden in 1978, waarbij de warrants een looptijd van ruim 10 jaar kregen.

3) Voor een bespreking van het gangbare model voor de optiewaarding, alsmede van de toepasbaarheid van dit model bij de waardebeoordeling van warrants, zie b.v.: J.C. Cox en M.E. Rubinstein, *Options markets*, Englewood-Cliffs (N.J.), 1985, in het bijzonder blz. 392-399.

ken, waarvan bijna f. 96 mln. reeds in 1986 is ontvangen. Dus ook al zouden de warrants onverhoopt niet worden uitgeoefend, dan is er niettemin sprake van een financieringsopbrengst in de vorm van eigen vermogen. (De relatief lage uitoefenprijs van de warrants – het ging bij de emissie om 'deep in the money' (DIM)-warrants – rechtvaardigt overigens de verwachting dat uitoefening t.z.t aantrekkelijk zal blijken).

Financieringsfunctie

Met deze toepassing van de warrant als een zelfstandig instrument is duidelijk de financieringsfunctie ervan bevestigd: via de uitgifte van warrants trekt een onderneming in principe eigen vermogen aan. In dit verband kan ook worden gewezen op de financieringsfunctie van de warrantlening. Hiermee wordt simultaan vreemd en eigen vermogen aangetrokken. In deze combinatie blijft de warrant overigens nog steeds actueel, zij het dat de aantrekkelijkheid van de uitgifte van 'laagrentende' warrantleningen aanzienlijk is verminderd, sinds er in het voorjaar van 1986 een fiscale maatregel ter zaken is genomen 4). In de loop van 1986 zijn er op de Nederlandse kapitaalmarkt drie warrantleningen afgesloten, Ten laste van resp. Bogamij, Staal Bankiers en VMF-Storks. Alleen bij de emissie van Staal Bankiers, in oktober, kan duidelijk worden gesproken van een laagrentende warrantlening; de couponvoet was 4%, met per obligatie 2 pakketten van 10 warrants (met een onderling verschillende uitoefenperiode en uitoefenprijs). De in december aangekondigde 6% warrantlening VMF-Storks heeft als opvallend kenmerk dat de emissie boven pari gescheiden, en wel via een tenderinschrijving tegen ten minste 113% (dit is ook de feitelijke emissiekoers geworden). Dit vormt een treffende illustratie van de eerder genoemde financieringsfunctie van de warrantlening. De toegevoegde warrants leveren de onderneming een afzonderlijk aan te merken vermogensstroom op; zonder de warrants zouden de onderhavige obligaties ongetwijfeld niet boven pari kunnen zijn uitgegeven.

Voor de volledigheid zij nog vermeld dat de warrantlening in 1986 ook op de Eurokapitaalmarkt goede mogelijkheden bood. Met name enkele banken hebben hiervan geprofiteerd; resp. de ABN in april (\$ 100 mln.), de Amro in augustus (\$ 100 mln.), en de NMB in november (DM 150 mln.).

Obligatiewarrant

De in de 'traditionele' warrant belichaamde koopoptie op aandelen heeft overigens ook tot verwante toepassingen aanleiding gegeven. In december 1984 kwam de Nationale

Investeringsbank met een obligatieleening in Amerikaanse dollars waarbij aan iedere obligatie een *obligatiewarrant* was gekoppeld – een koopoptie op obligaties. In 1986 heeft Aegon deze versie van de warrant toegepast bij de emissie (in juni) van nominaal f. 200 mln. 6½% obligaties-met-warrants. Een opvallend punt bij deze emissie is dat de uitgifteprijs van de obligatiewarrants afzonderlijk werd vermeld (f. 30 per warrant, naast de emissiekoers van 100% voor de obligaties). Deze afzonderlijke vermelding van de warrantprijs zou kunnen zijn ingegeven door de eerder genoemde fiscale maatregelen inzake warrantleningen. In ieder geval wordt met deze afzonderlijk vermelde emissieprijs de financieringsfunctie van de warrant (i.c. de obligatiewarrant) duidelijk onderstreept.

Deze functie was overigens reeds eerder in 1986 in een zeer expliciete vorm bevestigd bij de introductie van de obligatiewarrant als een *zelfstandig* financieringsinstrument. Het betreft hier drie emissies van de Gasunie, in verschillende valuta's. In februari werden 50.000 \$-warrants geëmitteerd die elk recht geven op de toekomstige koop van een 11% 'note' van \$ 1.000: en in april tegelijkertijd 50.000 ECU-warrants (elk met een koopoptie op een 7½% obligatie van 1000 ECU) en 125.000 gulden-warrants die elk tot en met 1 november 1986 bij uitoefening recht gaven op een 6% obligatie van f. 1.000 tegen de nominale waarde. Het gaat hierbij als het ware om 'tweetraps' emissies ter verkrijging van vreemd vermogen. (Een bijzonder aspect van de \$-warrant is, dat hierover tot aan het begin van de uitoefenperiode, op 15 maart 1988, een jaarlijkse interestvergoeding wordt betaald).

Falcons

In de tot dusverre beschreven toepassingen heeft de koopoptie, die in de warrants is besloten, steeds betrekking op nieuwe uit te geven vermogenstitels ten laste van de onderneming die de warrants emitteert. Ook op dit punt heeft 1986 een innoverende ontwikkeling te zien gegeven met de introductie in juni van de *Falcons* Koninklijke Olie. Hiermee wordt de 'ruimte' tussen de warrant en de beursoptie gedeeltelijk opgevuld. *Falcons* zijn langlopende koopopties op een vermogenstitel die geen betrekking heeft op de emittent van de opties 5). In het onderhavige geval gaat het om koopopties (met een looptijd van 5 jaar) op een pakket aandelen Koninklijke Olie, dat de schrijver van deze opties – *Falcons Pass-Through Securities Ltd.* – met het oog hierop heeft verworven. In eerste instantie wordt met een dergelijk instrument het assortiment beleggingsobjecten uitgebreid en worden zodoende de mogelijkheden voor beleggers verder verruimd. Maar tevens

vormen *Falcons* een additioneel 'warrant-achtig' instrument voor ondernemingen.

In november 1986 heeft Nationale-Nederlanden zich hiervan bediend door de uitgifte, via de 100%-dochter Beleggingsmaatschappij Berendaal, van 350.000 *Falcons* Koninklijke Bijenkorf Beheer (geëmitteerd tegen f. 30, met een uitoefenprijs van f. 130,50). De warrant verschijnt hier als een instrument dat het een institutionele belegger mogelijk maakt een bepaald beleggingspakket in de toekomst te liquideren en tegelijkertijd met dit pakket als 'onderliggende waarde' thans vermogen aan te trekken. Toegepast op de emissie van de *Falcons* KBB: men zou kunnen concluderen dat Nationale-Nederlanden beoogt het pakket certificaten van cumulatief preferente winstdelende aandelen KBB uiterlijk medio 1991 voor ruim f. 56 mln. te hebben afgesloten, waarvan f. 10,5 mln. reeds per einde 1986 is ontvangen. Een interessante vraag in dit verband is, hoe dit reeds ontvangen bedrag moet worden aangemerkt. Is het een eerste tranche van de liquidatieopbrengst van het onderhavige beleggingspakket, of is het aangetrokken vermogen uit hoofde van een emissie van vermogenstitels, i.c. de *Falcons*? Naar analogie met de eerder geschetste typering van de warrant als een zelfstandig financieringsinstrument, meen ik dat de emissieopbrengst uit hoofde van de *Falcons* primair als een *financieringsopbrengst* moet worden gezien. (Het ligt evenwel niet voor de hand hierbij zonder meer van eigen vermogen te spreken. Naar mijn mening zou het bedrag in eerste instantie naar een 'tussenrekening' in de sfeer van de voorzieningen kunnen worden geleid; een definitieve bestemming zal afhankelijk zijn van het al of niet uitoefenen – of wellicht: het inkopen door de emittent – van de uitgegeven opties).

Er is intussen geen reden de toepassing van de koopoptie op 'andermans' aandelen te beperken tot institutionele beleggers. Ook ondernemingen zou-

4) Volgens deze maatregel worden bij de uitgifte van een laagrentende warrantlening in veel gevallen de uitgegeven warrants aangemerkt als door de belegger vooruitontvangen interest, en als zodanig belast. Voor een kritische bespreking hiervan, zie: F.M. Tempelaar, De financieringsfunctie van warrantleningen, *Maandblad voor accountancy en bedrijfshuishoudkunde*, juni 1986, blz. 258-271. In dit artikel wordt onder meer ook de stelling toegelicht dat ondernemingen via een warrantlening simultaan eigen en vreemd vermogen aantrekken.

5) *Falcons* staat voor: Fixed term Agreements for Long term Call Options on Existing Securities.

6) Dit voorbeeld is beschreven in: E.P. Jones en S.P. Mason, Equity linked debt, *Midland Corporate Finance Journal*, winter 1986, blz. 47-58.

den hiervan gebruik kunnen maken (bij voorbeeld ten einde op deze wijze een in het kader van een mislukte overnamepoging verworven deelneming op termijn te liquideren, en tevens op basis daarvan nu vermogen aan te trekken). Een waarom zou zoiets niet in de vorm van een warrantlening kunnen geschieden? In deze versie is de warrant enkele malen door Amerikaanse ondernemingen toegepast. Bij voorbeeld in het najaar van 1983 sloot Dart & Kraft op de Eurokapitaalmarkt een obligatielening af van \$ 85 mln. met warrants die bij uitoefening recht geven op aandelen Minnesota Mining & Manufacturing. (Een additionaal bijzonder punt is dat in dit geval de uitoefenprijs desgewenst kan worden voldaan in obligaties Dart & Kraft) 6).

Slot

Aldus blijkt het optiedenken tot ve-

lerlei nieuwigheden te kunnen leiden in de sfeer van de ondernemingsfinanciering. En er is geen reden aan te nemen dat de ontwikkeling op dit terrein ten einde is, getuige bij voorbeeld de in november 1986 uitgegeven indexcontracten in combinatie met obligatieleningen ten laste van ondernemingen (respectievelijk Westland-Utrecht en KLM).

Hoe zich dit ook verder moge ontwikkelen, het jaar 1986 lijkt te kunnen worden aangemerkt als het jaar waarin de warrant een volwassen financieringsinstrument is geworden.

F.M. Tempelaar

De auteur is verbonden aan de vakgroep Bedrijfseconomie van de Rijksuniversiteit Groningen.