



De warrantlening als financierings- en beleggingsinstrument

C.T.L. KORTHOUT*

Inleiding

In de literatuur treft men nog wel eens de opmerking aan dat het aantal alternatieve financieringsinstrumenten – d.w.z. anders dan „straight equity and debt” – vrij gering is en dat ook het gebruik ervan beperkt is 1). In dit licht is het opmerkelijk dat er in 1983 in Nederland opvallend veel emissies plaatsvonden waarbij de emittenten afweken van normaal eigen of vreemd vermogen als financieringsinstrument. Nog opvallender was het emitteren van een vijftal obligatieleningen waaraan kooprechten op de aandelen van de emitterende onderneming (z.g. „warrants”) waren gekoppeld. De vraag rijst dan hoe deze plotselinge populariteit van de obligatielening met bijbehorende „warrants” (in het vervolg warrantlening te noemen) kan worden verklaard.

In het navolgende zal op deze kwestie nader worden ingegaan. Na een voor het vervolg van het betoog noodzakelijke bespreking van de algemene aspecten van de warrantlening zal eerst de warrantlening vanuit de optiek van de onderneming worden belicht. Ten einde ook recht te doen aan het standpunt van de belegger zullen daarna de beleggingsaspecten van de warrantlening aan bod komen. Het geheel zal worden benaderd vanuit zowel de theoretische hoek als de praktische hoek. Tot slot zal er een evaluatie volgen.

Enige algemene aspecten van de warrantlening

Een warrantlening bestaat uit twee componenten:

- een obligatielening die niet van andere obligatieleningen verschilt en;
- één of meer warrants. Cremers omschrijft een warrant als „een door een onderneming gegeven recht tot koop op middellange tot lange termijn van een zeker aantal aandelen van deze onderneming tegen voorwaarden, vastgesteld op het moment dat dit recht gecreëerd wordt” 2).

Uit deze definitie blijkt dat de warrant

belangrijke overeenkomsten vertoont met de call-optie, omdat een dergelijke optie ook recht geeft tot koop van een zeker aantal aandelen van een bepaalde onderneming tegen vastgestelde voorwaarden. Toch bestaan er tussen de warrant en de call-optie essentiële verschillen:

- de warrant wordt uitgegeven door de onderneming, terwijl de call-optie tussen handelende partijen op de optiebeurs wordt gecreëerd;
- warrants zullen bij een beurskoers die hoger is dan de uitoefenprijs ook daadwerkelijk worden uitgeoefend (veelal tegen het einde van de looptijd), terwijl opties vaak zullen worden teruggekocht door degenen die eerder een dergelijke optie verkochten (de zogeheten schrijvers van de opties) 3);
- bij uitoefening van de warrants ontstaat een vergroting van het uitstaande aandelenkapitaal, hetgeen kan resulteren in verwatering, terwijl uitoefening van een call-optie uitsluitend een overdracht van bestaande aandelen inhoudt;
- warrants hebben in het algemeen een langere looptijd dan opties;
- opties worden verhandeld op de optiebeurs, warrants daarentegen worden verhandeld op de effectenbeurs;
- opties kennen een sterk doorgevoerde standaardisatie, terwijl warrantvoorwaarden vrij door de onderneming kunnen worden gekozen;
- opties bieden meer mogelijkheden dan warrants tot creatie van „spreads”, „straddles” 4) enz., omdat bij opties altijd meer series tegelijkertijd in omloop zijn.

Uit het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat een optie een zuiver beleggingsinstrument is, terwijl de warrant daarnaast ook een financieringsinstrument is. Uitoefening van de warrants kan namelijk de financiële structuur van de betrokken onderneming beïnvloeden.

De warrantlening heeft een aantal eigenschappen gemeen met de converteerbare obligatielening. Een dergelijke lening draagt immers ook een optie-element op het verkrijgen van aandelen in zich. Niette-

min is er een aantal verschillen voor zowel belegger als onderneming. Degenen die in converteerbare obligaties beleggen kunnen kiezen uit: aanhouden; vervreemden; tot conversie overgaan. Door de afzonderlijke verhandelbaarheid van warrants en obligaties bij de warrantlening worden hier nog drie keuzemogelijkheden aan toegevoegd: obligatie(s) aanhouden en warrant(s) vervreemden; obligatie(s) aanhouden en warrant(s) uitoefenen; obligatie(s) vervreemden en warrant(s) aanhouden.

Niet alleen voor de belegger, doch ook voor de onderneming biedt de warrantlening een grotere flexibiliteit. Hierbij valt te denken aan het vaststellen van verschillende looptijden voor respectievelijk lening en warrants, zodat bij de uitoefening van de warrants additioneel eigen vermogen wordt verkregen op een moment dat het reeds eerder verkregen vreemd vermogen (meestal tegen een lage rente) nog in de onderneming is. Bij een converteerbare obligatielening leidt conversie echter altijd tot het omzetten van vreemd in eigen vermogen.

Tot slot zij opgemerkt dat warranthouders in hun rechten beperkt zijn in vergelijking met aandeelhouders. Warranthouders hebben krachtens hun warrants geen stemrecht en zijn niet dividend-gerechtigd. Bovendien hebben zij geen enkele claim op de opbrengst bij een eventuele liquidatie.

De warrantlening gezien vanuit de optiek van de onderneming

Warrantleningen kennen reeds een lange geschiedenis. Reeds in 1852 werd er door de Illinois Central Railroad Company een warrantlening geplaatst onder Britse beleggers 5). Met name in de Verenigde Staten kent de warrantlening een grote populariteit: in de periode van 1959 tot 1968 vonden er 340 emissies plaats. In Nederland is het enthousiasme voor de warrant als financieringsinstrument heel wat minder groot. Na de tweede wereldoorlog hebben tot eind 1975 slechts drie warrants op

* Een uitgebreidere versie van dit artikel werd geschreven ten behoeve van het werkcollege Financiering en Belegging 1983/84 van de Erasmus Universiteit Rotterdam, gegeven door dr. A.C.C. Herst en drs. A.G.Z. Kemna. De auteur dankt beiden voor hun waardevolle opmerkingen bij een eerdere versie van dit artikel.

1) Zie o.a. Th.E. Copeland en J.F. Weston, *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley, Reading, 1983, blz. 417-418.

2) Zie F.J.G.M. Cremers, *De rol van de warrant als financieringsvorm voor de onderneming, een beschouwing over toepassing, karakteristieken en mogelijkheden van een financieringsinstrument*, NIBE/Kluwer, Deventer, 1979, blz. 19.

3) Uit telefonische navraag bij de Europese Optiebeurs blijkt dat slechts 6 à 7% van de aandelenopties daadwerkelijk wordt uitgeoefend.

4) Voor een verdere beschouwing omtrent combinatiemogelijkheden met opties wordt verwezen naar: R.M. Bookstaber, *Option pricing and strategies in investing*, Addison-Wesley, Reading, 1981, hfst. 7.

5) Zie voor nadere details: Cremers, op. cit., blz. 29.

de Amsterdamse effectenbeurs een notering gekend. In de periode 1976-1978 volgden nog vier warrantemissies. Daarna verschenen de vijf warrantleningen uit 1983.

De vraag rijst wat voor een onderneming de achterliggende motieven kunnen zijn om tot uitgifte van een warrantlening over te gaan. In het navolgende zal worden gepoogd deze vraag te beantwoorden, eerst vanuit een theoretische en vervolgens vanuit een praktische invalshoek.

Cremers onderscheidt twee hoofdmotieven 6);

- emissie van een warrantlening met als primair doel het verkrijgen van eigen vermogen;
- emissie van een warrantlening met als primair doel het verkrijgen van vreemd vermogen tegen bijzondere voorwaarden.

Met betrekking tot de warrantlening met als primair doel het verkrijgen van eigen vermogen doen zich de volgende mogelijkheden voor:

- de ondernemingsleiding wil aandelen plaatsen tegen een koers die hoger ligt dan de koers waartegen direct aandelen zouden kunnen worden geplaatst;
- de onderneming wil één of meer investeringsprojecten starten, waarvan wordt verwacht dat ze laat-renderend zijn of slechts een geleidelijke winstbijdrage kennen;
- de aandelenkoers beweegt zich op een zodanig niveau dat het onmogelijk is om tot een directe aandelenemissie over te gaan.

De bijzondere voorwaarden kunnen zijn:

- achterstelling van de lening;
- achterwege laten van een zekerheidsstelling;
- verlenging van de looptijd van de lening;
- verlaging van de rente.

Cremers komt tot de uitspraak dat de warrantlening bij uitstek geschikt is voor kleine, maar snelgroeiende bedrijven 7), omdat zij bij een lening zonder warrants door een hoog risico een hoge rente moeten bieden, hetgeen een onoverkomelijke last kan betekenen. Cremers vermeldt echter niet dat het voor dergelijke bedrijven niet gemakkelijk zal zijn om belangstelling voor een warrantlening te vinden, omdat juist warrants voor beleggers een groter risico dragen. Kijken wij naar de Nederlandse praktijk dan zien wij dat alleen grote ondernemingen zich van de warrantlening bedienen. Tabel 1 geeft een overzicht van de voorwaarden van de warrantleningen uit

Tabel 2. Warrantvoorwaarden

Warrant	Afloopdatum	Aantal aandelen	Uitoefenprijs per aandeel
Ahold	25-12-1986	6	f. 178
Bredero Vastgoed	1-07-1986	1	f. 210
KLM a) warrant A	31-05-1983	4 + warrant B	f. 148
KLM b) warrant B	15-03-1988	4	f. 167,50
Philips	15-07-1988	55	f. 58
VNU	15-11-1986	6	f. 126

a) Bij iedere obligatie à f. 1.000 verkreeg men één warrant A waarmee tot 31 mei 1983 bij uitoefening 4 aandelen KLM à f. 148, — + 1 warrant B konden worden verkregen.

b) Verhandeling op de effectenbeurs vindt thans plaats in 1/11e deel van de oorspronkelijke warrant (recht tot koop van 5 aandelen).

1983 en tabel 2 verschaft informatie over de voorwaarden van de bijbehorende warrants.

In de onderzochte praktijksituaties blijkt evenwel dat een eenvoudige tweedeling, zoals Cremers die aanbrengt, niet zonder meer te maken is. Blijkens een door mij onder de emittenten Ahold, KLM, Philips en VNU gehouden enquête gelden voor iedere onderneming specifieke omstandigheden wanneer het gaat om het zoeken naar de beste financieringswijze. Vaak staan deze situaties ver verwijderd van de in de literatuur genoemde beweegredenen voor uitgifte van een warrantlening. Naast deze aspecten werd in de enquête nader ingegaan op de wijze van vaststellen van de lenings- en warrantvoorwaarden. Bovendien werd gevraagd naar de visie van de emittenten op de plotselinge populariteit van de warrantlening.

Op de vraag naar de motieven voor uitgifte van de warrantlening werden de volgende antwoorden gegeven.

Ahold had twee redenen om additioneel vermogen aan te trekken:

- a. financiering van investeringen;
- b. verbetering van de vermogenspositie op langere termijn.

Eerder in 1983 had Ahold reeds een aandelenemissie geplaatst, zodat het nogmaals emitteren van aandelen zou resulteren in een te grote druk op de winst per aandeel. Door de warrantlening vindt uitbreiding van het aandelenkapitaal pas plaats op een moment dat de investeringen een voldoende winstbijdrage leveren. Met behulp van deze lening werd toch reeds op korte termijn additioneel vreemd vermogen aange-trokken tegen een rente van 5,25% (zonder warrants zou dit circa 9% zijn geweest).

Bij KLM stond de behoefte om het garantievermogen (eigen vermogen en achtergesteld vreemd vermogen) te versterken voorop. Door middel van de door KLM gekozen constructie werd op korte termijn zowel achtergesteld vreemd vermogen (obligatielening à 6,75%) als eigen vermogen (warrant A, waarvan uitoefening binnen enkele maanden moest plaatsvinden)

verkregen. Daarnaast zal via warrant B ook in de toekomst nog een kapitaaluitbreiding kunnen worden gerealiseerd.

Philips gaf verreweg de grootste lening uit (\$ 200.000.000). Bij het voorzien in de financieringsbehoefte koos Philips voor een combinatie van vreemd en eigen vermogen, waarbij met een fors gereduceerde rente (6,75% i.p.v. 11 à 12%) kon worden geprofiteerd van de binnen een half jaar verdubbelde aandelenkoers.

Bij VNU ging het specifiek om de versterking van het garantievermogen. Door een aantal overnames, waarbij betaalde goodwill en immateriële activa ten laste van het eigen vermogen werden gebracht, hadden de liquiditeiten en het garantievermogen een forse vermindering ondergaan. Een achtergestelde lening zonder warrants was ook geschikt geweest, doch aangetrokken door de lagere rente en een potentiële vergroting van het eigen vermogen koos VNU voor de warrantlening.

Uit de enquête blijkt dat bij de keuze voor de warrantlening de banken een grote rol spelen. Ook bij het vaststellen van de voorwaarden van de lening en de warrant blijkt een belangrijke taak te zijn weggelegd voor de banken, hetgeen niet zo verwonderlijk is omdat de banken de aange-wezen experts zijn als het gaat om een emissie op de kapitaalmarkt. Ten aanzien van de warrantvoorwaarden is wel duidelijk dat er zekere grenzen zijn wat betreft bij voorbeeld de uitoefenprijs van de warrants. In het algemeen ligt deze tijdens de uitgifte circa 5 tot 10% boven de beurskoers. Kort gezegd zijn er drie belangrijke variabelen, die zich (in beperkte mate) laten variëren:

- verschil tussen de markrente en rente op de warrantlening;
- verschil tussen uitoefenprijs en beurskoers;
- aantal te verkrijgen aandelen per warrant.

In de enquête werd ook gevraagd naar een verklaring voor de plotselinge populariteit van de warrantlening. Uit de antwoorden op deze vraag blijkt dat de belangrijkste reden het positieve beursklimaat is. Juist in een situatie waarin door ontluikend economisch herstel wordt verwacht dat de beurskoersen zullen stijgen ontstaat er een grote vraag naar warrants.

Tabel 1. Leningsvoorwaarden warrantleningen in 1983

Onderneming	Grootte	Rente	Gemiddelde Looptijd	Achterstelling	Warrants
Ahold	f. 100 mln.	5,25%	8 jaar	nee	1 per f. 1.000,—
Bredero Vastgoed	f. 25 mln.	10 %	7 jaar	nee	1 per f. 1.000,—
KLM	f. 125 mln.	6,75%	8 jaar	ja	1 per f. 1.000,—
Philips	\$ 200 mln.	6,75%	7 jaar	nee	1 per \$ 1.000,—
VNU	f. 60 mln.	6,75%	10 jaar	ja	1 per f. 1.000,—

6) F.J.G.M. Cremers, Warrantfinanciering, een interessant alternatief, *Bedrijfskunde*, jg. 53, 1981, nr. 3, blz. 216-22.

7) Idem, blz. 220.

Door de hoge waarde van de warrants kan dan de rente op de bijbehorende obligaties aanzienlijk worden gereduceerd. Hieraan wordt nog toegevoegd dat men door eerdergenoemde voordelen van de warrantlening boven de converteerbare obligatielening een lagere rente voor de warrantlening kon bedingen.

De warrantlening vanuit de optiek van de belegger

Bekijkt men de warrantlening vanuit het gezichtspunt van de belegger dan blijkt dat men, mede omdat de notering ter beurze gescheiden plaatsvindt, de twee componenten van de warrantlening afzonderlijk moet beschouwen:

- de obligaties. Waardering is vrij eenvoudig indien het marktrendement van dergelijke obligaties bekend is. De obligaties van een warrantlening hebben zeker voor beleggers met een hoog marginaal belastingtarief een bepaalde aantrekkelijkheid, omdat deze obligaties in het algemeen een vrij laag rentepercentage dragen;
- de warrants. Waardering van de warrants is heel wat minder eenvoudig. In de theorie wordt uitgegaan van waarderingsmethoden voor call-opties, waarbij een aldus berekende theoretische optiewaarde dient te worden gecorrigeerd voor de verwatering die bij warrants optreedt door de uitbreiding van het aandelenkapitaal. Tabel 3 geeft een overzicht van de theoretische warrantwaarden van zes Nederlandse warrants per 29 december 1983, berekend volgens het „option-pricing-model” van Black en Scholes. De tabel geeft eerst de belangrijkste variabelen welke als grondslag dienen voor de berekening 8); beurskoers van het aandeel, uitoefenvoorwaarden, resterende looptijd (in jaren) en de beweeglijkheid van de aandelenkoers (σ) 9). Deze beweeglijkheid is berekend aan de hand van de dagelijkse koersbewegingen van de aandelen in 1983. De tabel geeft naast de theoretische warrantwaarden ook de werkelijke beurskoersen per 29 december 1983.

Uit tabel 3 blijkt dat alleen de waarderings van de warrants van Ahold, Akzo en VNU redelijk in overeenstemming zijn met de beurskoersen. De overige warrants vertonen aanzienlijke afwijkingen. Mogelijke oorzaken van deze afwijkingen zijn:

- de lange looptijd van de warrants. Men kan zich afvragen of men een waarderingsmethode voor opties met een looptijd tot 9 maanden zonder meer kan hanteren voor warrants met een looptijd tot ruim 4,5 jaar. In tabel 3 ziet men dat ook juist de warrants met de langste looptijd (KLM en Philips) op de beurs ondergewaardeerd zijn t.o.v. de theoretische berekende waarden;
- een fout in de vastgestelde dagelijkse beweeglijkheidsfactor (σ). De gehanteerde schatter is slechts een benadering voor de werkelijke waarde; bovendien heeft een kleine afwijking in de waarde grote gevolgen voor de optieprijs, hetgeen in dit geval nog wordt versterkt door de lange looptijd. Daarnaast wordt deze factor constant over de tijd verondersteld, hetgeen juist in 1983 vanwege de beurshausse niet het geval is geweest;
- het feit dat handelaren en beleggers nog moeten wennen aan de warrant als beleggingsinstrument. Bovendien zijn de beursomzetten voor warrants niet zo groot, zodat relatief weinig vraag of aanbod een prijsbepalend effect kan hebben.

Ondanks de waarderingsproblemen bij warrants hebben zij als beleggingsinstrument toch enkele pluspunten:

- warrants hebben een attractief leverage-effect, omdat met een relatief kleine investering aanzienlijke winsten kunnen worden behaald, terwijl de verliezen beperkt blijven;
- met name in een onzeker beursklimaat kunnen warrants door hun langere looptijd aantrekkelijker zijn dan opties;
- in combinatie met opties kunnen warrants interessante combinaties opleveren 10).

Evaluatie

In het voorafgaande bleek dat er tussen de theorie en de praktijk van de warrantlening als financieringsinstrument een aantal opmerkelijke verschillen zijn waar te nemen. Naar voren kwam dat de warrantlening een financieringsinstrument is dat voornamelijk zijn toepassing vindt in een aantal specifieke situaties. Voorts bleek dat er nog geen betrouwbare waarderingsmethode voor warrants bestaat.

Door de grote belangstelling in 1983 voor de warrantlening lijkt het erop dat de

warrantlening definitief uit de schaduw naar voren is getreden. Daarom is de kans groot dat ook in de toekomst nieuwe warrantleningen op de Nederlandse kapitaalmarkt zullen verschijnen. Hierbij moet worden bedacht dat de warrantlening juist bij oplopende aandelenkoersen een goed financieringsinstrument is. Of dit ook bij dalende of stagnerende aandelenkoersen het geval zal zijn, is nog maar de vraag. Daarom hangt het een en ander sterk af van de toekomstige ontwikkeling van de aandelenkoersen. En dat is een ontwikkeling die niemand met zekerheid kan voorspellen.

C.T.L. Korthout

Tabel 3. Berekening van zes Nederlandse warrantwaarden per 29 december 1983

Warrant	Aandelenkoers	Aantal aandelen/uitoefenprijs	Resterende looptijd	σ	Theoretische waarde	Beurskoers warrant
Ahold	f. 196,70	6 à f. 178,00	2,981	0,343	f. 378,99	f. 374,00
Akzo	f. 99,00	1 à f. 60,00	0,970	0,388	f. 41,60	f. 44,50
Gist-Brocades	f. 170,00	1 à f. 165,00	2,162	0,318	f. 42,26	f. 61,50
KLM	f. 191,00	4 à f. 167,50	4,203	0,383	f. 341,73	f. 258,00
Philips	f. 44,40	5 à f. 58,00	4,538	0,401	f. 75,80	f. 46,10
VNU	f. 133,00	6 à f. 126,00	2,866	0,465	f. 277,13	f. 270,00

8) Zie voor een uitgebreide toelichting op de toepassing van het model van Black en Scholes: J.H. Pontier, *Opties, profiel van een nieuw beleggingsinstrument*, Kluwer, Deventer, 1983, blz. 58-66.

9) Als rentepercentage is gekozen voor het eind 1983 geldende rendement op Nederlandse staatsleningen (8,25%), aangezien dit percentage het beste aansluit op de lange looptijd van warrants.

10) Zie voor nadere details: *Beleggingsexpres*, jg. 15, nr. 49, 9 december 1983, blz. 7-12.