

# De regels van het spel

Het is met converteerbare obligaties als met alle financieringsinstrumenten. Haken, ogen, voetangels en klemmen. Goede voorbereiding is van belang om de consequenties van je acties te kunnen overzien. Bovendien is het handig enige kennis te hebben van het spel dat op de financiële markten wordt gespeeld.

Auteur **Jan Vermeer**,  
directeur bij het  
adviesbureau Treasury  
Services en bij  
TreasuryMetrics,  
e-mail: jan.vermeer@  
treasuryservices.be

**I**n tijden van economische recessie krijgen ondernemingen die sterk van een cyclus afhankelijk zijn, vaak te maken met liquiditeitsproblemen. Bedrijven die afhankelijk zijn van de semi-conductorcyclus kunnen bijvoorbeeld in tijden van recessie meemaken dat hun cashflow ineens sterk negatief wordt. In tijden van hoogconjunctuur is de cashflow vaak hoger dan die van bedrijven die niet zo afhankelijk zijn van een cyclus. De volatiliteit van de resultaten is voor deze bedrijven met andere woorden hoger dan bij andere bedrijven.

Het managen van deze volatiliteit is voor deze bedrijven van levensbelang. Cash management betekent vaak dat ze hun liquiditeiten zo moeten managen dat ze de volgende dip in de cyclus kunnen overleven. Ook het managen van financiële risico's is van groot belang. Of bepaalde kosten (zoals rentelasten) onder de *bottom line* vallen of niet is voor deze organisaties van minder belang, want hun motto luidt 'geld is geld'. Dit betekent dat zij in tijden van laagconjunctuur lagere rentelasten willen hebben, en dat in tijden van hoogconjunctuur deze rentelasten hoger mogen zijn. Hiermee verlaagt men namelijk de volatiliteit in de cashflow.

## **Belangenconflict**

Nu is de financiële markt bijna de grootste markt ter wereld. Alles is mogelijk. Vooral investeringsbanken hebben hierop ingespeeld door de introductie van geavanceerde financiële instrumenten, zoals converteerbare obligaties. Hier is echter sprake van een belangenconflict waarvan *corporate* organisaties vaak de dupe worden. Een praktisch voorbeeld, de getallen zijn indicatief.

We nemen een organisatie die actief is in de semi-conductormarkt. In tijden van hoogconjunctuur genereert het bedrijf een enorme cashflow. Vanaf 2000 gaat het allemaal wat minder. De semi-conductorcyclus maakt de diepste recessie uit de geschiedenis mee, en als gevolg hiervan verandert de cashflow naar € 30 miljoen negatief per maand. De liquiditeitspositie van het bedrijf verslechtert, en plots ontstaat de behoefte om nieuwe liquiditeiten aan te trekken totdat de cyclus opleeft. Als gevolg van de recessie zijn de rentes weliswaar sterk gedaald maar het bedrijf kan er nauwelijks van meeprofiteren, omdat door de enorme volatiliteit van de resultaten financieringsverschaffers een rentespread (risicopremie) van 550 basispunten (5,5 procent) op financieringen vragen. Ook eigenvermogensverschaffers zijn nu niet meer zo geïnteresseerd; het aandeel is in twee jaar tijd met 90 procent gedaald. De volatiliteit in de resultaten heeft dus een duidelijke weerslag op de volatiliteit van de koers van het aandeel.

De investeringsbank ziet mogelijkheden, en lanceert het idee om een converteerbare obligatie uit te geven. De converteerbare obligatie is eigenlijk een gewone obligatie, maar het bedrijf verkoopt ook callopties op zijn eigen aandelen. De koper krijgt dus het recht om gedurende een bepaalde periode de obligatie in te wisselen voor aandelen. In plaats van premie te ontvangen voor de verkochte optie, wordt de premie vertaald in een rentecoupon, waardoor de rente op de converteerbare obligatie lager is dan die op een gewone obligatie. Daarnaast, zo redeneert de bank, zijn investeerders eerder bereid deze obligatie te kopen, want als de semi-conductorcyclus opleeft, stijgt het aandeel ook sterk. De CFO redeneert vanuit zijn ac-

countingachtergrond; de waarde van de rentecoupon van de converteerbare obligatie is duidelijk lager dan die van welke andere financieringsvorm ook. Hoe de marktwaarde van de converteerbare obligatie tot stand komt, is hem echter niet bekend. Bovendien is dit in de huidige accountingregels niet belangrijk. De CFO van het semi-conductorbedrijf vindt de argumentatie van de bank dus redelijk en logisch, en daarom worden voorbereidingen getroffen om een converteerbare obligatie in de markt te zetten.

### Arbitragemogelijkheid

Vervolgens zoekt de bank een aantal investeerders, waaronder een paar grote *hedge funds*. Als we naar de karakteristieken van zo'n hedge fund kijken, blijkt dat die hemelsbreed verschillen van die van het semi-conductorbedrijf. De enige reden om in bepaalde waardepapieren te investeren, is kortetermijnwinsten te realiseren. Morgen zien we wel verder, is de redenering. Men switcht heel gemakkelijk van de ene naar de andere investering. Daarnaast is het hedge fund gespecialiseerd in arbitragemogelijkheden op basis van het feit dat sommige marktpartijen niet rationeel redeneren (niet op basis van marktwaarde handelen, maar op basis van accountingmaatstaven). De bank lanceert het idee van de converteerbare obligatie aan het fund. Opties op aandelen van het semi-conductorbedrijf worden op Euronext verhandeld tegen een volatiliteit van circa 87 procent.<sup>1</sup> Echter, in de converteerbare obligatie is de optie geprijsd met een volatiliteit van 42 procent. Voor de CFO van het semi-conductorbedrijf is dit abracadabra, maar voor partijen die in marktwaarde denken, betekent dit gegeven een arbitragemogelijkheid van 3,5 procent. Immers, het hedge fund kan de converteerbare obligatie kopen (waarbij men dus ook volatiliteit koopt voor 42 procent), en gelijktijdig kan men op Euronext de optie in de converteerbare obligatie verkopen met een volatiliteit van 87 procent. Per saldo heeft het hedge fund dan dus een obligatie over met een rentecoupon van 12 procent, terwijl de rente op 3 procent staat. De keus is dan óf ook de obligatie verkopen – en dan een winst van 3,5 procent incasseren op de hoofdsom van de investering – óf de obligatie in portfolio houden. In dat geval is de vergoeding voor het risico 9 procent, terwijl de markt 5,5 procent vraagt.

### Slechte timing

Ons semi-conductorbedrijf wordt de das omgedaan door het verschil in econometrische kennis. Dit zal toch niet de reden zijn waarom banken zo fel zijn gekant tegen IAS 39?<sup>2</sup> Daarnaast is ook de timing van het uitgeven van de converteerbare obligatie slecht. Het semi-conductorbedrijf verkoopt namelijk callopties op zijn eigen aandelen als de koers daarvan laag is. Ik ben zelf een aantal jaren handelaar geweest, maar ik heb altijd geleerd dat je moet verkopen als de koers hoog is en

Ik heb altijd geleerd dat je moet verkopen als de koers hoog is en niet andersom. Je gaat toch ook niet een brandverzekering op je huis zoeken als het al in brand staat?

niet andersom. Je gaat toch ook niet een brandverzekering op je huis zoeken als het al in brand staat?

Deze materie heeft ook een duidelijk risico-element. Met dit instrument soupeer je eigenlijk de hoogconjunctuur op die eventueel nog komt. Als die echter (te lang) uitblijft, kan men toekomstige financieringsmogelijkheden wel vergeten. Kijk maar naar wat er met de Concorde is gebeurd.

Ook het managen van de kapitaalstructuur wordt voor het semi-conductorbedrijf vrijwel onmogelijk. Als het aandeel laag staat, is het volledig met vreemd vermogen gefinancierd; als het aandeel hoog staat, is het ineens volledig met eigen vermogen gefinancierd. Kredietanalisten zullen daarom een hoger rendement op kapitaal eisen, waardoor de rentespread nog verder stijgt (Basel II).

### Kapitaalverwatering

Dit soort bedrijven maakt veel gebruik van converteerbare obligaties. Indien de cyclus inderdaad weer aantrekt, worden de aandeelhouders geconfronteerd met een enorme kapitaalverwatering, waardoor het aandeel het in de toekomst steeds slechter gaat doen. De redenering dat men met uitgifte van converteerbare obligaties iets doet voor de aandeelhouders is niet correct, want ze komen bij andere marktpartijen terecht. Ik zou graag in dit spel willen meedoen, maar helaas worden converteerbare obligaties bij uitgifte meestal alleen aangeboden aan financiële instellingen zoals het genoemde hedge fund. Pas als de arbitragemogelijkheid weg is, komt de obligatie ook beschikbaar voor andere marktpartijen. Dit instrument vernietigt dus waarde voor de bestaande aandeelhouders, en niet andersom.

Nu wil ik niet de indruk wekken dat converteerbare obligaties slechte financieringsinstrumenten zijn. Het is zoals altijd wel goed te weten wat je doet, je huiswerk te maken, en te weten wat de consequenties van je acties kunnen zijn. Kennis van het spel dat op de financiële markten wordt gespeeld, kan daarbij nuttig zijn. De ontwikkeling in de accountingdiscipline die is ingezet met de introductie van FAS 133 en IAS 39 dwingt corporates om dit soort transacties ook econometrisch te analyseren. «

### Noten

- 1 De volatiliteit is de belangrijkste parameter in het waarderen van opties, en daarmee ook in het waarderen van converteerbare obligaties.
- 2 Bij IAS 39 worden ook corporates verplicht om financiële instrumenten tegen marktwaarde op de balans op te nemen. Dit maakt het uitgeven van converteerbare obligaties dus een stuk minder aantrekkelijk.