



EEN OUDE BEKENDE

Tijd voor de volgende poging, met een variant op een oude bekende: de converteerbare obligatie (convertible). Traditioneel zijn dit obligaties die op verzoek van de houder in nieuwe aandelen van de onderneming kunnen worden omgezet tegen de uitoefenprijs. Als de beurskoers van het aandeel boven de uitoefenprijs noteert, kan de convertiblehouder ervoor kiezen de obligatie om te zetten. Zo geniet hij enerzijds de bescherming van obligaties en kan hij anderzijds profiteren van een eventuele koersstijging van het aandeel. Voor de onderneming is het gunstig dat convertibles over het algemeen een lagere coupon uitkeren dan normale obligaties. Nadelig voor zittende aandeelhouders is dat bij conversie verwatering optreedt.

De waarde van een convertible is de som van de waarde van een gewone bedrijfsobligatie en een calloptie op de aandelen. Omdat de waarde van een calloptie toeneemt bij bedrijven die veel koersschommelingen vertonen (hoge volatiliteit), zijn convertibles aantrekkelijk voor relatief riskante bedrijven. In Nederland maken conjunctuurgevoelige bedrijven gebruik van convertibles, zoals halfgeleiderfabrikant ASMI, kabelaar Draka en detacheerder USG People.

Een variant op de convertible is de reverse convertible. Hier is het niet de obligatiehouder die beslist tot conversie, maar de uitge-

vende instelling en dat is een wezenlijk verschil. Beleggers in reverse convertibles lopen het risico dat een onderneming tegen een lager bedrag dan de hoofdsom aflost, wanneer de koers van de aandelen onder de uitoefenprijs zakt. De waarde van een reverse convertible is gelijk aan de waarde van een bedrijfsobligatie verminderd met de waarde van een putoptie. Vaak keren reverse convertibles wel een relatief hoge coupon uit.

Omdat de huidige koers van het aandeel voor de waarde van de convertible en de reverse convertible van belang is, zitten deze financiële instrumenten wat risico en rendement betreft tussen aandelen en gewone obligaties in. De reverse convertible biedt de onderneming bovendien de mogelijkheid om op ieder gewenst moment het aandelenkapitaal te laten toenemen met de nominale waarde van deze instrumenten. Alle ingrediënten voor een hybride instrument zijn dus aanwezig.

VOORWAARDELIJK CONVERTEERBAAR

Met de uitgave van de zogeheten 'contingent core tier 1 capital notes', heeft de Britse bank Lloyds in november hybride kapitaal opgehaald. De media kort het nieuwe product populair af tot CoCo en dat is verwarrend. De CoCo bestaat namelijk al en is een heel ander instrument.

Traditioneel staat CoCo voor 'contingent convertible', wat vrij vertaald 'voorwaar-

delijk converteerbare obligatie' betekent. Net als bij een gewone convertible heeft de houder hier het recht om de obligatie tegen de uitoefenprijs in aandelen om te zetten, maar nu is daar een voorwaarde aan verbonden. De koers van het aandeel moet boven een bepaalde grens, de 'contingency price', liggen voordat kan worden geconverteerd. Deze grens ligt boven de uitoefenprijs.

De CoCo van Lloyds is daarentegen een voorwaardelijke reverse convertible. Niet de obligatiehouder, maar Lloyds bepaalt wanneer er wordt geconverteerd. De voorwaarde die wordt gesteld heeft te maken met het kernvermogen van de financiële instelling. Als dit vermogen te laag dreigt te worden, wordt dat vermogen vergroot door de CoCo's, of liever de reverse CoCo's, om te zetten in aandelenkapitaal. In tegenstelling tot de traditionele CoCo worden de houders dus met aandelen opgescheept op een moment dat zij liever de bescherming van obligaties zouden genieten.

Ten opzichte van perpetuums biedt de reverse CoCo echter wel degelijk voordelen. Natuurlijk lijdt een financiële instelling gezichtsverlies als moet worden geconverteerd, maar anders dan bij perpetuums zijn de mogelijke consequenties hier op voorhand duidelijk: beleggers kunnen aandelen in de maag gesplitst krijgen. Bovendien worden de obligaties, zij het met verlies, geconverteerd in vrij verhandelbare aandelen, waarop in de toekomst weer eenvoudig dividend kan worden betaald. Beleggers belanden op die manier niet, zoals bij cumulatieve perpetuums, tussen de wal en het schip.

OOK IN NEDERLAND?

In Nederland heeft ING aangegeven wel heil in de reverse CoCo te zien. Het vooruitzicht om vastrentend schuldpapier mee te mogen tellen in het kernvermogen is dan ook zeer aantrekkelijk voor financiële instellingen. Beleggers, verleid door een ongetwijfeld hoger rendement, zullen bij de huidige lage rentestand naar alle waarschijnlijkheid best interesse in dit product hebben. Zij dienen er echter rekening mee te houden dat ze niet alleen een obligatie kopen, maar ook een putoptie afgeven. Dat kan een kostbaar cadeau blijken te zijn. ■