

voor bedrijfsobligatiebeleggingen.

VERVROEGD AFLOSSEN

Een maand geleden meldden wij hier dat het mogelijk is dat uitgevende instellingen perpetuele leningen (perps) vervroegd willen gaan aflossen of goedkoper willen herfinancieren. Zij hoeven niet de eerst mogelijke aflossingsdatum af te wachten, maar kunnen ook tussentijds een voorstel tot inkoop bij obligatiehouders neerleggen, waarbij beide partijen voordelen kunnen behalen. Immers, de emittent kan onder pari (100%) inkopen en een boekwinst realiseren, terwijl obligatiehouders een koerswinst realiseren ten opzichte van de laatst gedane koers.

Zo kondigde Van Lanschot op 29 september aan twee uitstaande perps te willen inkopen, respectievelijk op 75 en 82,50 procent. De obligatiekoersen op het moment van aankondiging waren respectievelijk 43 en 70,5 procent (dus bedroeg de koerswinst op dat moment voor de obligatiehouders respectievelijk 74% en 17%), waarbij eventueel de eerste perp geruild kan worden in een 'senior' lening. Dit bod op de eigen eeuwigdurende obligaties kan leiden tot een boekwinst bij Van Lanschot van bijna 65 miljoen euro voor belastingen, oftewel circa 1,25 euro per aandeel. Helaas heeft het aandeel hierop nog nauwelijks gereageerd. Daarbij komt dat Van Lanschot hierdoor tier-1-kapitaal kan omzetten in 'core' tier-1-kapitaal.

Andere kandidaten die ons inziens met dergelijke voorstellen kunnen komen zijn Friesland Bank (€ 125 miljoen, 2,751% variabele perp) met een huidige beurskoers van 47 procent, en Eureka (€ 600 miljoen 6% fixed perp) met een huidige beurskoers van 66 procent.

Als Friesland Bank deze obligatie met een Fitch-rating BB+ en een variabele rente van 12,5 bps boven de tienjarige Nederlandse staatsrente zou inkopen tegen 75 procent, maakt de obligatiebelegger een boekwinst van 59 procent en Friesland Bank zelf een

boekwinst van 31,25 miljoen euro (25%). Deze boekwinst is netto, want Friesland Bank heeft fiscaal compensabele verliezen die nu mooi benut kunnen worden. In het eerste halfjaar van 2011 realiseerde Friesland Bank slechts 5 miljoen euro netowinst. Bij het inkopen van haar eigen perp dient zij dan wel 93,75 miljoen euro te herfinancieren en net als Van Lanschot een nieuwe lening uit te schrijven, waarbij een hogere rente betaald moet worden. Niettemin kan zij de gemaakte boekwinst bij het eigen vermogen (core tier-1-kapitaal) schrijven. Overigens dient vermeld te worden dat deze obligaties niet erg liquide zijn, waardoor een geringe vraag al gauw kan leiden tot een hogere koers.

Eureka zou bij een bieding van 85 procent op haar 6% € 600 miljoen perp (S&P-rating BBB) 90 miljoen euro (15%) voor belasting

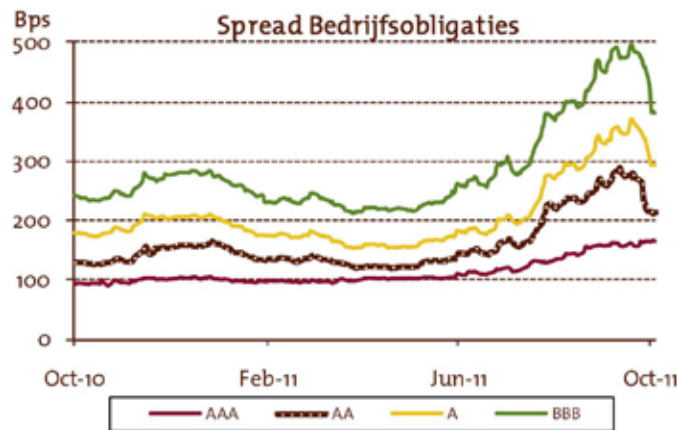
kunnen verdienen. Dit zou de obligatiehouders een winst van 29 procent kunnen bezorgen op basis van de huidige koers. Uiteraard zijn bij dergelijke terugkoopregelingen de obligatiehouders die ooit op pari (100%) hebben gekocht de verliezers.

PREFERENTE AANDELEN

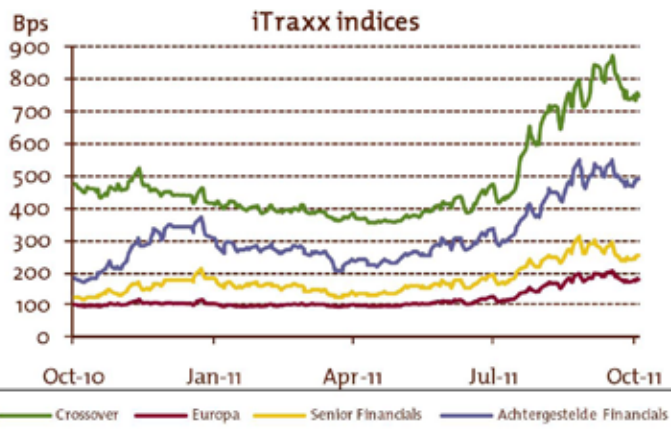
Ten slotte aandacht voor nog een andere interessante belegging, namelijk preferente aandelen. Dit zijn aandelen die dicht tegen perpetuele bedrijfsobligaties en eigen vermogen aanschurken. Zij geven mede vanwege het risico en de geringe liquiditeit een hoog dividend.

Interessant zijn de British Airways Finance 6,75% cumpref aandelen met een dividendbetaling per kwartaal. Er staan twaalf miljoen van deze aandelen uit. Elk kwartaal kunnen zij 'afgelost' worden tegen de uitgiftekoers van 25 euro. Het totale oorspronkelijk uitstaande bedrag is slechts 300 miljoen euro en de verhandelbaarheid is niet groot. Bij de huidige koers van 14,50 euro is het jaarlijkse dividendrendement 11,6 procent. Dit dividend is belastingvrij, aangezien de onderneming in het belastingparadijs Jersey is gevestigd. British Airways Finance (Jersey) LP is juridisch wel een andere entiteit, maar is voor 100 procent in handen van British Airways Holdings Ltd, dat na de fusie met het Spaanse Iberia, International Airlines Group (IAG) heet. De S&P-rating is B-. Ook in dit geval bestaat altijd de mogelijkheid een deal aan te gaan met de preferente aandeelhouders, zoals onlangs ook Unilever gedaan heeft. Met name als de fiscale status van Jersey verandert, zou het management kunnen overwegen de aandelen in te kopen of om te ruilen tegen andere voorwaarden. ■

Keijser Capital handelt in genoemde obligaties en kan hier een positie in hebben. Ook de auteur belegt in betrokken instrumenten. Zie voor de volledige disclaimer de website van Keijser Capital (www.keijsercapital.nl).



Bron: TGB Investments



Bron: TGB Investments