CBN-advies 139/5 - Obligaties met warrant

Aan de Commissie werd gevraagd hoe obligaties met warrant moeten worden geboekt en welke aanschaffingswaarde respectievelijk moet worden toegekend aan de obligatie en aan de warrant.

Zij heeft deze vraagstelling onderzocht vanuit het meest voorkomende geval waarin de warrant aan de houder het recht geeft om tegen een bij de aanvang vastgestelde, vaste prijs in te schrijven op aandelen, hetzij van de vennootschap die de obligaties heeft uitgegeven, hetzij van een derde verwante vennootschap. De beginselen ter zake zijn evenwel op analoge wijze van toepassing wanneer, zoals bij recente uitgiften het geval was, de uitoefeningsprijs van de warrant is vastgesteld door verwijzing naar de beurskoers van de aandelen waarop kan worden ingeschreven, op het ogenblik van de inschrijving of gedurende de periode die deze voorafgaat, of wanneer de warrant recht geeft op de verwerving van een goed of van een recht van een andere aard (bv. goud).

Kenmerkend voor de obligatie met warrant is de omstandigheid dat zij bij de aanvang tegen een totaalprijs wordt aangeschaft die dus slaat op twee afzonderlijke rechten met een eigen juridisch verloop, namelijk enerzijds een rentedragend vorderingsrecht dat belichaamd wordt door de obligatie en anderzijds de warrant of het inschrijvingsrecht. In tegenstelling tot de inschrijvingsrechten die het voorkeurrecht vertegenwoordigen voor de oude aandeelhouders bij de uitgifte van nieuwe aandelen, van converteerbare obligaties of van obligaties met warrant, die slechts tijdelijk geldig zijn (tijdens de uitgifteperiode) en dus moeten worden uitgeoefend of gerealiseerd in de dagen na hun uitgifte, kunnen de warrant en de obligatie ex-warrant een aantal jaren geldig blijven. Er kan dus een hele periode liggen tussen de uitgifte van de obligatie met warrant en de uitoefening of realisatie van de twee rechten die zij aanvankelijk omvat. Bovendien kan de warrant vaak worden afgezonderd van de obligatie vooraleer de warrant kan worden uitgeoefend. Eventueel kunnen zij zelfs afzonderlijk worden genoteerd.

De aanschaffingswaarde van de obligatie met warrant moet worden omgeslagen over de obligatie ex-warrant en de warrant. Daartoe moeten zowel het tijdstip van deze uitsplitsing als de criteria ervan worden vastgesteld, twee aspecten die onderling verbonden zijn.

Volgens een eerste methode wordt de aanschaffingswaarde van de obligatie uitgesplitst over de obligatie ex-warrant en de warrant op het ogenblik dat die wordt uitgeoefend of op het ogenblik dat de obligaties dan wel de warrant afzonderlijk worden verkocht of wanneer de obligatie ex- warrant wordt terugbetaald. In deze optiek worden de obligatie ex- warrant en de warrant geacht "aan elkaar gehecht" te blijven en één enkel effect te vormen zolang er geen daad van beschikking op één van de bestanddelen werd gesteld.

Het voordeel van deze methode is dat, bij koersschommelingen, het vaststellen en terugnemen van waardeverminderingen beperkt blijven ingeval de marktwaarde van de obligatie en van het inschrijvingsrecht niet op dezelfde wijze evolueren ten aanzien van de oorspronkelijke aanschaffingswaarde.

Het nadeel is evenwel dat de aanschaffingsprijs wordt uitgesplitst op grond van een koers vastgesteld in een latere periode, op basis van ontwikkelingen die zich na de verwerving hebben voorgedaan en dat derhalve een factor realisatiewaarde opduikt waar het gaat om de vaststelling van een aanschaffingswaarde. Deze methode kan er overigens toe leiden dat twee juridisch onderscheiden rechten worden gewaardeerd als ging het om één enkel effect, daar waar zij een verschillende koers en een uiteenlopende evolutie kunnen kennen.

Volgens een tweede methode wordt de fractie bepaald van de aanschaffingswaarde die respectievelijk kan worden toegerekend aan de obligatie en aan de warrant, zodra de warrant kan worden afgezonderd van de obligatie en beide rechten dus afzonderlijk bestaan. Indien de twee effecten op dat ogenblik afzonderlijk worden genoteerd, kan de aanschaffingswaarde respectievelijk toerekenbaar aan de obligatie ex-warrant en aan de warrant worden bepaald op grond van hun koers op dat ogenblik of tijdens een eerste noteringsperiode.

De boekwaarde van de warrant zal volgens de volgende formule worden berekend:

aanschaffingswaarde van de obligatie met warrant x [koers van de warrant / (koers van de obligatie ex-warrant + koers van de warrant)]

Deze benadering, waarin wordt verondersteld dat beide effecten zijn genoteerd, kan worden gevolgd voor zover de afzondering van de warrant en de afzonderlijke notering van de twee effecten snel volg op de uitgifteperiode van de obligatie met warrant. In dat geval kan zij als extern uitgangspunt (de koers) dienen voor de volgende methode.

In een derde methode wordt ernaar gestreefd de aanschaffingswaarde van de vordering en van de warrant van bij het begin te bepalen. Bij het vaststellen van de uitgiftevoorwaarden is er immers een duidelijk onderling verband tussen de nominale rentevoet van de obligatie en de voorwaarden voor de uitoefening van de warrants. Bij voordelige uitoefeningsvoorwaarden voor de houder van de warrant, kan voor de obligaties een lagere rentevoet worden vastgesteld dan de marktrente voor gewone obligaties met dezelfde kenmerken.

Deze financieel geïnspireerde benadering leunt aan bij het uitgangspunt dat bij de vaststelling van de uitgiftevoorwaarden heeft voorgelegen. Om de waarde van de obligatie te bepalen, gaat men namelijk uit van de geactualiseerde waarde van een gewone obligatie met een zelfde of gelijkaardige termijn en koers. De waarde van de warrant wordt daarentegen bepaald door het verschil tussen de aanschaffingswaarde van de obligatie met warrant en de aldus bepaalde waarde van de obligatie.

De Commissie is van oordeel dat deze laatste benadering uiteindelijk de meest rationele en coherente is. Bovendien kan zij in alle hypothesen worden toegepast, ongeacht of beide bestanddelen worden genoteerd, ongeacht op welk ogenblik de twee rechten kunnen worden afgezonderd en hoe zij later evolueren. Wanneer de afzonderlijke notering evenwel, zoals hierboven gezegd, snel na de uitgifte plaatsvindt, kan men stellen dat de uiteindelijk aanbevolen benadering effectief gestalte krijgt met de tweede methode, met daarbij tevens het voordeel van een externe marktbeoordeling van de twee bestanddelen.