

€85,9 mrd

De converteerbare obligatie is weer springlevend. In de jaren na de financiële crisis van 2008 dipte het aantal bedrijven dat schulden aangaat in ruil voor aandelen flink, maar inmiddels lijkt de markt zich te herpakken. Vorig jaar haalden bedrijven wereldwijd voor €85,9 mrd aan geld op via zulke leningen, aldus persbureau Bloomberg. Dat is het hoogste bedrag sinds 2007.

 **PAGINA 27**

Beleggers weer massaal geïnteresseerd in obligaties die aandelen opleveren

➔ Markt voor converteerbare obligaties leeft op

➔ Vorig jaar werd wereldwijd €85,9 mrd opgehaald

➔ Ongunstige voorwaarden weerhouden beleggers niet

Rémy Baurichter
Amsterdam

De zogeheten 'converteerbare obligatie' is weer springlevend. In de jaren na de financiële crisis van 2008 dipte het aantal bedrijven dat schulden aangaat in ruil voor aandelen flink, maar inmiddels lijkt de markt zich volledig te herpakken.

Illustratief is de stap van Just Eat Takeaway. De Anglo-Nederlandse maaltijdbezorger maakte begin deze week bekend €1,1 mrd aan groeigeld te hebben geleend in de vorm van twee converteerbare obligatieleningen met een looptijd tot 2025 respectievelijk 2028. Met het geld wil het concern de koop van zijn Amerikaanse sectorgenoot Grubhub voor \$7,3 mrd afronden.

Het zal beleggers niet te doen zijn om het effectieve rendement op de obligatie: dat is -0,33% op de korte en circa 0,625% voor de langer lopende convertible. De kortste variant kost hun dus geld.

Een convertible is een lening die de lener na een paar jaar terugbetaalt óf kan omzetten in een vast aantal aandelen. Zo'n omzetting, de conversie, wordt gedaan op het moment dat het goed gaat met een bedrijf en de koers stijgt. Na het uitbreken van de financiële crisis in 2008 zakte de interesse in convertibles naar een dieptepunt van \$25 mrd totaal in 2012.

Nu lijken de markten dus weer trek te



Just Eat Takeaway haalde €1,1 mrd op.

FOTO: RAMON VAN FLYMEN VOOR HET FD

hebben in convertibles. Vorig jaar haalden bedrijven wereldwijd voor \$103 mrd (€85,9 mrd) aan geld op via zulke leningen, zo becijferde persbureau Bloomberg onlangs. Dat is het hoogste bedrag sinds 2007. In dat recordjaar haalden bedrijven wereldwijd \$146 mrd (€121,8 mrd) op. Hoogleraar Patrick Verwijmeren van de Erasmus School of Economics bevestigt de honger. 'Converteerbare obligaties zijn booming', zegt hij. Ze zijn vooral populair onder jonge groeiers, 'bedrijven waarbij het voor beleggers heel moeilijk is in te schatten wat de risico's zijn'.

Afgezien van de hernieuwde interesse, zijn ook de voor beleggers ongunstig te noemen voorwaarden opmerkelijk. Rente keren de leners amper nog uit. In plaats

daarvan laten beleggers zich verleiden door het groeipotentieel van jonge, veelbelovende beursfondsen en het verwachte, gunstige effect daarvan op hun aandelenkoers, weet Verwijmeren. Hij verwijst naar Just Eat Takeaway, met een voorgestelde koerspremie van 30% tot 50%.

Investeerders lijken het risico op wanbetaling daarbij voor lief te nemen en slikken de lage rente. 'Tien, twintig jaar geleden zag je dat bedrijven met een hoog risico rentes van 10% betaalden. De minder risicovolle zo'n 4%. Nu zijn het de risicovolle die hooguit 4% betalen.'

Overigens zijn het niet alleen groeibedrijven, zoals nu bijvoorbeeld Just Eat Takeaway, die converteerbare obligaties hebben omarmd. Een gevestigde naam

zoals Norwegian Cruise Line, maakte vorig jaar mei bekend \$750 mln met convertibles te hebben opgehaald.

Ook hier is het wederom groeipotentie waar de geldzoeker op hoopt mee te liften. Verwijmeren zegt dat een bedrijf zoals de genoemde cruisefirma 'gewoon levensvatbaar is, maar het nu even moeilijk heeft.' Als de effecten van de pandemie wegtrekken en het weer goed gaat met het bedrijf, herstelt de koers vanzelf en kan de belegger op termijn rekenen op een premie op het aandeel.

Dat maakt convertibles nog niet per definitie aantrekkelijk. De aandelenkoers kan zo hard kelderen dat op de aflostdatum een terugbetaling in aandelen voor de obligatiehouder niet meer interessant is, omdat de waarde daarvan lager ligt dan een uitbetaling in contanten.

Fugro kan hierover meepraten. Toen de aandelenkoers van de bodemonderzoeker vorig jaar inzakte als gevolg van een tegenvallend orderboek, dreigde een uitstaande obligatie onbetaald te blijven. Op de valreep van 2020 wist Fugro met een claimemissie alsnog geld op te halen om zijn crediteuren af te lossen.

Het kan ook tot andere complicaties leiden. Een convertible leverde de grote Limburgse onlinemedicijnenverkoper Shop Apotheke vorig jaar maandenlang de status van meest geshorte aandeel van Duitsland op. Shop Apotheke is opgenomen in de MDAX, de index voor middelgrote bedrijven in Frankfurt.

Bij 'shorten' wordt een aandeel geleend en verkocht, in de hoop het tegen een lagere prijs later weer te kunnen terugkopen. De belegger speculeert dus op een koersdaling. Daarvan was hier geen sprake, verzekerden zowel Shop Apotheke als analisten het FD.

De 'shorters' bleken in het geval van Shop Apotheke eigenaren van een converteerbare obligatie, voornamelijk hedgefondsen. Zo luidde althans de uitleg daarover van analist Gerhard Orgonas, van Berenberg. Door tegelijkertijd een 'shortpositie' in te nemen op het aandeel, hoopten deze fondsen hun verliezen te beperken als het aandeel (en meestal op hetzelfde moment ook die obligatie) slechter gaat presteren.

Investeerders lijken het risico op wanbetaling voor lief te nemen en slikken de lage rente