

MR. W.J. HORSTEN

Gentlemen prefer bonds

Over obligaties en andere relaties

De bijdrage die de redactie mij had toebedacht had als werktitel 'International Bonds'. Hoewel ik mij daarbij wel iets kan voorstellen, leek bovenstaande titel mij meer te prikkelen tot kennisneming van hetgeen volgt. Iedere gelijkenis met andere zegswijzen in het Engels berust overigens op louter toeval.

Vreemd vermogen

Ondernemingen kunnen op verschillende wijzen in hun financieringsbehoefte voorzien. Naast financiering met eigen vermogen (voornamelijk ingebracht aandelenkapitaal en ingehouden winsten) staat de financiering door middel van vreemd vermogen. Dit valt weer onder te verdelen in onder meer leverancierskrediet (verkregen goederen later betalen) en geldleningen. Geldleningen kunnen onderhands worden aangetrokken van bijvoorbeeld banken of, wat ook wel voorkomt, van institutionele beleggers. Wanneer een banklening door een groep van banken wordt verstrekt spreekt men van een 'gesyndiceerde lening', verwijzend naar de naam waarmee de groep van banken in het jargon wordt aangeduid: het syndicaat. Daarbij zal vaak één van hen als vertegenwoordiger van het syndicaat optreden. Deze bank wordt de 'agent' genoemd.

Leningen kunnen ook worden aangetrokken tegen uitgifte van obligaties (in het Engels aangeduid als 'bonds' of 'notes') of *commercial paper* (dat als een bijzondere vorm van obligaties kan worden gezien). Beide vormen zijn te zien als in partjes opgeknipte geldleningen, waarbij ieder partje een afzonderlijk verhandelbaar waardepapier (in dit geval schuldpapier) vormt. Bijvoorbeeld: een obligatielening van € 100 miljoen die wordt uitgegeven in de vorm van 10.000 individuele toonderstukken van nominaal € 10.000 elk. Deze waardepapieren zijn effecten,

waarover later meer. *Commercial paper* is kortlopend schuldpapier met een hoge coupure (hiermee wordt bedoeld het bedrag van de parten in de lening, bij *commercial paper* veelal € 500.000 of hoger) dat vrijwel uitsluitend wordt geplaatst bij institutionele beleggers en andere professionele marktpartijen. Verhandeling blijft ook beperkt tot deze kring van professionelen, reden waarom betrokken partijen het in de praktijk niet nodig vinden *commercial paper* te noteren. *Commercial paper* is bedoeld om te voorzien in kortlopende financieringsbehoefte en heeft een looptijd van tot twee jaar. Het wordt daarmee tot de instrumenten gerekend die op de geldmarkt worden uitgegeven en verhandeld. Obligaties hebben meestal een looptijd van meer dan twee jaar en worden daarmee tot de kapitaalmarktinstrumenten gerekend. Bij obligaties komen vaak ook kleinere coupures voor dan bij *commercial paper*, waardoor de effecten ook voor niet-institutionele beleggers 'bereikbaar' worden. Notering van de obligaties zal in dit geval vaak wel wenselijk worden geacht, om hun verhandelbaarheid te vergroten.

Waar bankleningen ook aan kleine ondernemingen worden verstrekt, is financiering tegen uitgifte van obligaties in de praktijk alleen weggelegd voor grote ondernemingen die al over een zekere naam-bekendheid beschikken, bijvoorbeeld doordat hun aandelen reeds aan de beurs zijn genoteerd. Dit geldt eens te meer voor *commercial paper* (dat zelf overigens, zoals gezegd, niet genoteerd wordt). *Commercial paper* zal in het vervolg van dit artikel slecht sporadisch aan de orde komen.

Obligaties versus bankleningen

Een bank die een lening verstrekt zal het daarmee gemoeide geld zelf aantrekken van spaarders of op de geld- of kapitaalmarkt. De bank zal daarbij aan haar

Gentlemen prefer bonds

geldgever een periodieke vergoeding verschuldigd zijn in de vorm van rente. Uiteraard zal zij ook rente verlangen van de onderneming aan wie zij geld uitleent. Die rente zal hoger liggen dan de rente die de bank zelf betaalt. Het verschil is de rentemarge, de belangrijkste bron van inkomsten in het kredietbedrijf van banken. In deze functie van doorgeefluik tussen spaarders aan de ene kant en kredietbehoevenden aan de andere kant, uit zich de transformatie- of intermediairfunctie van het bankwezen.

Wanneer een onderneming geld leent van beleggers tegen uitgifte van obligaties, zien we dat de bank in dit plaatje ontbreekt. Er is geen sprake van een spaarder die bij een bank zijn overvloedige middelen parkeert, die vervolgens door diezelfde bank worden uitgeleend aan een onderneming die een financieringsbehoefte heeft. Bij obligatieleningen wordt het geld door die spaarder (in dit geval beter aangeduid als 'belegger') rechtstreeks aan de betreffende onderneming uitgeleend. De onderneming die als geldnemer optreedt wordt hier de 'uitgevende instelling' of 'emittent' genoemd. Door het wegvallen van de bank als tussenschakel en de daarmee gemoeide rentemarge kunnen de financieringslasten voor de geldnemer bij obligaties lager zijn dan bij een banklening. De rentemarge die de bank anders zou maken kan nu worden verdeeld tussen belegger en geldnemer: de belegger ontvangt een hogere rente dan hij op een bancaire deposito zou krijgen, de emittent betaalt een lagere rente dan hij op een banklening zou moeten betalen.

Een ander verschil tussen obligaties en bankleningen is dat bij obligaties geld vaak voor een langere termijn kan worden geleend dan onder een bancaire lening. Er zijn zelfs obligatieleningen die een onbepaalde looptijd hebben, de zogenoemde 'perpetuele leningen' of *'perpetuals'*. Deze hoeven in beginsel niet te worden afgelost en zijn uitsluitend in uitzonderlijke gevallen door de beleggers op te eisen. Dit soort leningen wordt vooral uitgegeven door banken, die deze (in beginsel achtergestelde) leningen dan kunnen laten tellen als deel van het zogenoemde 'toetsingsvermogen' dat zij minimaal dienen aan te houden.

Traditioneel gesproken kunnen bij obligatieleningen ook grotere bedragen ineens worden geleend dan bij bancaire financiering, omdat het arsenaal aan geldgevers (de beleggers) zeer groot is. De laatste jaren ziet men echter ook in de bancaire markt zogenoemde 'jumboleningen', die nauwelijks onderdoen voor de grootste obligatieleningen. Bij jumboleningen worden kredieten van miljarden euro's verstrekt aan een enkele geldnemer door een syndicaat

bestaande uit een groot aantal banken. Hoe groot dit aantal echter ook is, de geldnemer zal altijd bekend zijn met de identiteit van zijn crediteuren. Dit is anders in het geval van obligatieleningen, waar de crediteuren van de emittent een grote groep van anonieme beleggers vormen, die continu van samenstelling kan veranderen door verhandeling van de obligaties op de beurs. Dit geeft de emittent enerzijds een gevoel van onafhankelijkheid, maar kan anderzijds in bepaalde gevallen zeer onpraktisch zijn. Denk bijvoorbeeld aan het geval dat de betreffende onderneming in betalingsmoeilijkheden is geraakt en met haar crediteuren wil overleggen over een regeling. Wanneer er dan een grote groep anonieme obligatiehouders is, zullen die door middel van een advertentie in dagbladen moeten worden opgeroepen om bijeen te komen in een vergadering, waarin de onderneming moet hopen met hen tot een akkoord te komen. Dit lijkt minder bewerkelijk wanneer zij te maken heeft met een aantal met name bekende banken (hoewel het bereiken van overeenstemming ook dan geen sinecure zal zijn).

Aangezien obligaties bij uitgifte meestal geplaatst zullen worden bij beleggers die de emittent niet kent, en na plaatsing veelal verhandeld zullen worden, zullen de obligatievoorwaarden (de leningsvoorwaarden) in verregaande mate gestandaardiseerd moeten zijn, aangezien de obligaties anders in de primaire markt moeilijk plaatsbaar en in de secundaire markt moeilijk verhandelbaar kunnen blijken. Dit contrasteert sterk met de banklening, die als maatwerk wordt gedocumenteerd (wat overigens niet wegneemt dat ook daar geldt dat de leningsvoorwaarden in zekere zin 'marktconform' moeten zijn wil de lening zijn 'uit te syndiceren').

Effecten

Obligaties zijn dus geldleningen in de vorm van afzonderlijk verhandelbare effecten. Dat betekent dat men bij uitgifte ervan rekening dient te houden met toepasselijke effectenwetgeving. In Nederland betreft dat de Wet toezicht effectenverkeer 1995. Het systeem van die wet en de daarop gebaseerde regelgeving is dat het is verboden nieuw uit te geven effecten aan te bieden, tenzij een uitzondering of vrijstelling van toepassing is (of een ontheffing is verkregen van de Autoriteit Financiële Markten). De hoofdinzondering is die waarbij een prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld dat voldoet aan gedetailleerd beschreven inhoudsvereisten. Een uitzondering geldt ook voor het geval dat de uit te geven effecten zullen worden genoteerd aan de beurs in Amsterdam, in welk geval een prospectus zal moeten

Gentlemen prefer bonds

worden gepubliceerd dat voldoet aan de vereisten vermeld in het Fondsenreglement van de beurs. Deze komen grotendeels overeen met die welke gelden voor het hiervoor bedoelde buiten-beursprospectus. Veel gebruikte vrijstellingen zijn die waarbij de effecten uitsluitend worden aangeboden aan professionele partijen in de effectenmarkt of een grote coupure hebben (€ 50.000 of meer).

Obligatievoorwaarden

In veel gevallen zal toch een prospectus worden opgesteld. Dat bevat vooral informatie omtrent de emittent en de uit te geven effecten, in dit geval obligaties. Waar de leningsvoorwaarden bij een banklening in de leningsovereenkomst tussen de geldnemer en de banken staan vermeld, staan zij bij een obligatielening als obligatievoorwaarden vermeld in het prospectus. Op die manier kunnen potentiële beleggers van de obligatievoorwaarden kennis nemen. Zo zal zijn aangegeven in welke valuta de lening luidt, wat de totale hoofdsom van de lening is, op welke dagen rente wordt vergoed en tegen welk percentage (kan vast of variabel zijn) en wanneer de obligaties zullen worden afgelost. Over enkele van de bepalingen waarnaar in de praktijk de meeste aandacht uitgaat wordt hieronder iets meer gezegd.

Negative pledge

De eerste betreft de zogenoemde 'negative pledge'. Dat is een bepaling die men ook in ongesecureerde bankleningen kan tegenkomen. De bepaling behelst geen absoluut verbod op het verstrekken van zekerheden aan andere crediteuren, maar komt erop neer dat de debiteur verklaart dat indien hij zekerheid verstrekt aan derden, hij de banken onder deze lening op gelijke voet van zekerheid zal voorzien. Een *negative pledge* bij obligatieleningen is vaak simpeler dan bij een gesyndiceerde lening. Van een standaard is echter geen sprake. Een *negative pledge* zal voor iedere uitgaande instelling apart moeten worden onderhandeld. Een *negative pledge* bij een obligatielening zal (anders dan in een banklening) de geldnemer niet in algemene termen verbieden zekerheid aan derden te geven zonder de crediteuren onder deze lening op gelijke voet van zekerheid te voorzien, maar dit meestal beperken tot het verstrekken van zekerheid voor andere schulden in de vorm van verhandelbare waardepapieren. De emittent zal dan wel de vrijheid hebben om zekerheid te vestigen voor bijvoorbeeld bankleningen. Voorts beperkt een *negative pledge* bij obligatieleningen zich veelal tot de emittent zelf, in die zin dat die geen zekerheid mag vestigen voor andere door hem zelf uitgegeven verhandelbare

waardepapieren. In geval van een banklening strekt de *negative pledge* zich vaak verder uit, door te bepalen dat ook de belangrijkste dochterondernemingen van de geldnemer geen zekerheid aan derden mogen geven zonder dat de banken van de geldnemer/moeder op gelijke voet van zekerheid worden voorzien.

Events of default

Een andere bepaling uit de obligatievoorwaarden waar vaak uitgebreid over wordt onderhandeld is die inzake de zogenoemde 'events of default'. Dit zijn de gevallen waarin de lening vervroegd kan worden opgeëist door de belegger, dat wil zeggen eerder dan op de afgesproken aflooptdatum. Het zal niet verbazen dat het niet betalen van een vervallen rentetermijn een grond voor vervroegde opeising zal zijn. Soms wordt de emittent daarbij nog een coulancetermijn (de zogenoemde 'grace period') van enkele dagen gegund, waarbinnen hij alsnog kan betalen en zijn verzuim kan zuiveren, maar doet hij dat niet dan kunnen de obligatiehouders hun lening opeisen. Zij zullen er in dat geval niet veel trek in hebben te wachten tot het einde van de oorspronkelijk overeengekomen looptijd om pas dan hun hoofdsomvordering te kunnen opeisen. Als blijkt dat hun debiteur in de problemen verkeert willen zij de mogelijkheid hebben dat meteen te doen.

Andere gebruikelijke gronden voor vervroegde opeising zijn gerelateerd aan aspecten als insolventie van de emittent of beslag op diens activa. De precieze formulering hiervan luistert nauw en geeft ook vaak aanleiding tot veel discussie. In dit verband kan men bedenken dat het leggen van beslag in Nederland een eenvoudige zaak is. Hetzelfde geldt voor het aanvragen van het faillissement van een debiteur. Het zal duidelijk zijn dat een crediteur zijn vordering graag opeisbaar ziet zodra een derde beslag legt op activa van de debiteur of diens faillissement aanvraagt. Aangezien het nogal eenvoudig is om dit te doen zal de debiteur (de emittent) juist trachten te voorkomen dat in dat geval de obligaties reeds opeisbaar worden. Het beslag of de faillissementsaanvraag kunnen namelijk blijken te zijn geschied zonder enige redelijke grond. De debiteur kan dan aan de rechter vragen het beslag op te heffen of de faillissementsaanvraag af te wijzen. Gebeurt dat, dan lijken er achteraf ook geen gronden aanwezig geweest om de obligaties opeisbaar te maken. De debiteur zal er dan ook naar streven bijvoorbeeld pas het uitspreken van diens faillissement als een *event of default* op te nemen en niet reeds het aanvragen daarvan (althans voorzover een derde het faillissement van de debiteur aanvraagt; bij

Gentlemen prefer bonds

een aanvraag door de debiteur zelf is het redelijk dat de aanvraag zelf al een *event of default* oplevert). Een tussenoplossing die men wel tegenkomt is die, waarbij het aanvragen van het faillissement door een derde een vervroegde opeisingsgrond oplevert indien de aanvraag niet binnen een periode van bijvoorbeeld 15 of 30 dagen is afgewezen.

Cross default of cross acceleration

Een ander punt dat in het kader van de *events of default* aanleiding geeft tot discussie is de vraag of die een zogenoemde '*cross default*' moeten bevatten. Dat is een bepaling die erop neerkomt dat indien de debiteur in verzuim is onder een andere lening (lening B), ook deze lening (lening A, hier in de vorm van een obligatie) opeisbaar wordt. Men krijgt dan een domino- of kaartenhuiseffect. Net als bij de *negative pledge* spelen hierbij de vragen welke andere vormen van schuld onder deze bepaling moeten vallen, en of deze bepaling zich moet beperken tot de debiteur zelf of zich tevens moet uitstrekken tot diens belangrijkste dochterondernemingen. In het laatste geval betekent dit dat de obligatielening opeisbaar wordt indien een van die dochterondernemingen in verzuim is onder een van haar eigen schulden. Men kan een drempelwaarde inbouwen die aangeeft dat indien het verzuim onder een andere schuld B onder dat bedrag ligt, lening A niet opeisbaar wordt. Daarbij dient men er bij de formulering op te letten of het genoemde bedrag ziet op de hoofdsom van die andere lening, ongeacht het bedrag waarmee de debiteur daaronder in verzuim is, dan wel op het bedrag onder die andere lening waarmee de debiteur in verzuim is, ongeacht de hoofdsom daarvan. Ook dient duidelijk te zijn of het bedrag ziet op ieder afzonderlijk verzuim dan wel een totaalbedrag vormt dat ook kan worden bereikt of overschreden door een aantal kleinere verzuimen.

Wat men ook wel tegenkomt is een zogenoemde '*cross acceleration*' bepaling. Dit lijkt op een *cross default*, maar verschilt daarvan in die zin, dat de lening A waarin de *cross acceleration* bepaling is opgenomen uitsluitend opeisbaar wordt indien de crediteur onder de andere lening B waaronder de debiteur in verzuim is daadwerkelijk tot opeising overgaat ('*acceleration*'). Doet hij dat niet, dan is er weliswaar sprake van verzuim (een *event of default*) onder die andere lening B, maar aangezien er onder die andere lening B niet wordt opgeëist (geen *acceleration*) kan dat ook onder deze lening A niet (met andere woorden: er is dan geen *event of default* onder lening A). Dit werkt uiteraard in het voordeel van de emittent. Bij *commercial paper* is het niet gebruikelijk *events of default* op te

nemen. Dit houdt verband met de kwaliteit van de uitgevende instelling en de relatief korte looptijd.

Het onderhandelen over de obligatievoorwaarden neemt vooral veel tijd in beslag wanneer een onderneming voor de eerste keer een emissie doet. De voorwaarden die dan worden vastgesteld zullen bij eventuele latere uitgiften als uitgangspunt dienen.

Betrokken partijen en verloop van de transactie

Hoewel banken zoals gezegd bij obligatieleningen geen intermediairfunctie vervullen tussen spaarders/beleggers aan de ene kant en kredietbehoevenden/emittenten aan de andere kant, spelen zij bij deze instrumenten en de uitgifte daarvan wel degelijk een grote rol. Verschillende rollen laten zich daarbij onderscheiden.

De eerste wordt vervuld door de groep van banken die de obligaties voor de uitgevende instelling bij beleggers plaatst. Zij worden gezamenlijk aangeduid als de '*managers*'. De bank die het voortouw heeft heet de '*lead-manager*', de anderen zijn '*co-managers*'. De afspraken tussen de managers en de emittent worden neergelegd in een zogenoemde '*subscription agreement*', die hierna nader zal worden besproken. De managers nemen jegens de emittent de verplichting op zich de uit te geven effecten bij beleggers te plaatsen of deze, bij gebreke van plaatsing bij derden, zelf te nemen. In dit laatste zit een garantieaspect, dat in het jargon wordt aangeduid als '*underwriting*'. Zelden wordt nog een zogenoemde '*selling group*' ingeschakeld. Dit is een groep van banken die zich ook inspant obligaties bij derden te plaatsen, maar bij gebreke daarvan deze niet zelf neemt. De afspraken met hen worden vastgelegd in een plaatsingsovereenkomst of '*placing agreement*'.

Naast deze banken die een rol spelen bij de uitgifte en plaatsing van de obligaties, zal de emittent nog een of meerdere banken verzoeken op te treden als betaalkantoor. De betalingen van rente en aflossing aan de obligatiehouders zullen via deze banken geschieden. Zij worden gezamenlijk aangeduid als de '*paying agents*'. Een van hen treedt als hoofdbetaalkantoor op en wordt dan als '*fiscal agent and principal paying agent*', kortweg '*fiscal agent*', aangeduid. Het is van belang te onderkennen dat de betaalkantoren optreden namens de emittent en niet namens de obligatiehouders. De afspraken tussen de betaalkantoren en de emittent worden neergelegd in een zogenoemde '*fiscal agency agreement*', waarover hierna nog kort iets zal worden gezegd.

Gentlemen prefer bonds

Indien het de bedoeling is de obligaties aan een effectenbeurs te noteren, zal de emittent een daarbij toegelaten instelling (veelal een bank) verzoeken dit te verzorgen. De bank treedt dan op als *'listing agent'*.

Als formeel beginpunt van het transactieproces kan het mandaat worden gezien dat door de emittent wordt verstrekt aan de bank die als *lead-manager* zal gaan optreden. Zij zullen in onderling overleg de hoofdlijnen van de beoogde emissie vaststellen. Het betreft hier onder meer de voornaamste onderdelen van de obligatievoorwaarden, zoals het totaalbedrag van de lening, de looptijd, het rentepercentage en de vraag of er een *negative pledge* en een *cross default* zullen worden opgenomen. De *lead-manager* zal namens de emittent een aantal andere banken benaderen om hen uit te nodigen tot het syndicaat toe te treden. Dat gebeurt in eerste instantie telefonisch, gevolgd door een fax. Deze fax heet de *'invitation fax'* en beschrijft onder meer de zojuist genoemde belangrijkste onderdelen van de obligatievoorwaarden, zoals die tussen emittent en *lead-manager* reeds zijn besproken. De *invitation fax* zal in het algemeen ook aangeven voor welk deel in de totale hoofdsom van de lening de ontvangende bank wordt gevraagd de plaatsing te verzorgen (haar *'commitment'*). In een periode van enkele weken daaropvolgend wordt vervolgens de uitgiftedocumentatie opgesteld, met als belangrijkste onderdelen het prospectus, de *subscription agreement* en de *fiscal agency agreement*. Over het prospectus is hiervoor reeds iets gezegd. De namen van beide overeenkomsten vielen ook reeds. Hierna zal nog iets meer over hen worden gezegd. Aan het einde van deze periode wordt eerst het prospectus gedrukt en algemeen verkrijgbaar gesteld. Op die dag wordt ook de *subscription agreement* getekend. Dit heet de *'signing'*. Hierna begint een periode van enkele dagen tot circa twee weken waarin potentiële beleggers kennis kunnen nemen van het prospectus en kunnen inschrijven op de emissie. De managers trachten zoveel mogelijk obligaties bij hun cliënten te plaatsen. Het proces wordt dan afgesloten met de zogenoemde *'closing'*, het moment van uitgifte van de obligaties tegen betaling van de emissieopbrengst.

Verschijningsvormen van de obligaties en de clearing systems

Het is nuttig op dit moment even stil te staan bij de verschijningsvorm van obligaties. Hiervoor is er al op gewezen dat obligaties leningen zijn in de vorm van verhandelbare waardepapieren. In Europa is het gebruikelijk dat obligaties aan toonder luiden. Iedere obligatie die wordt uitgegeven in het kader van een

obligatielening is in beginsel belichaamd in een afzonderlijk toonderstuk. Hiervoor werd het voorbeeld genoemd van een obligatielening van € 100 miljoen die wordt uitgegeven in de vorm van 10.000 individuele toonderstukken van nominaal € 10.000 elk. Hoewel individuele toonderstukken nog frequent voorkomen, is er een duidelijke tendens waarneembaar naar het belichamen van de gehele lening in één verzamelbewijs aan toonder, de zogenoemde *'global note'*. In de praktijk blijken ook individuele toonderstukken zelden of nooit thuis te worden bewaard, maar meestal bij een bank in een kluis te liggen. De belegger houdt zijn stukken via een effectenrekening bij de bank. Met het oog op drukken bewaarkosten is het dan veel efficiënter geen individuele toonderstukken meer te drukken, maar de gehele lening te belichamen in een verzamelbewijs. Afgezien hiervan is er een praktische reden waarom in ieder geval bij de *closing* gebruik wordt gemaakt van een verzamelbewijs, dat een permanente vorm zal hebben indien het niet de bedoeling is daarna nog individuele toonderstukken te drukken, en een tijdelijk karakter indien dit wel de bedoeling is. Die reden is dat een geplande emissie wellicht geen doorgang vindt, in welk geval het niet zinvol is reeds gedrukte toonderstukken te hebben. Daarom wordt op *closing* volstaan met een *global note* die de gehele lening belichaamt en die door de emittent op *closing* wordt ondertekend.

Vrijwel alle effecten, ook obligaties, worden fysiek gehouden door of namens zogenoemde *'clearing systems'* (of *'central securities depositories'*), zoals Euroclear, Clearstream of, in Nederland, Necigef. In hun boeken staan banken gecrediteerd voor het aantal stukken van de betreffende soort effecten dat het *clearing system* voor die bank houdt. Op vergelijkbare wijze staan de cliënten van de banken in de administratie van de banken gecrediteerd voor het aantal stukken van de betreffende soort effecten dat hun bank weer voor hen houdt. De levering van de effecten geschiedt in deze gevallen giraal, dat wil zeggen door middel van boekingen op rekeningen in de administratie van de *clearing systems* en/of de daarbij aangesloten banken. Van fysieke levering is dan geen sprake. Deze houderschapstructuur heeft ook gevolgen voor de wijze waarop betaling van rente en aflossing geschiedt. Dit wordt hierna bij de *fiscal agency agreement* besproken.

Subscription agreement

De overeenkomst tussen de emittent en het syndicaat heet de *'subscription agreement'*. Deze overeenkomst dient twee hoofddoelen. Het eerste is het

Gentlemen prefer bonds

beschrijven van de voorwaarden waarop de emittent bereid is de obligaties uit te geven en de managers bereid zijn deze te plaatsen of over te nemen. Hierin komen onder meer de beloningen voor de managers aan de orde alsmede de regeling van de met de emissie gemoeide kosten, met andere woorden wie betaalt wat. Het tweede hoofddoel van de *subscription agreement* is het verdelen van de aan de transactie verbonden risico's. Hierbij kan men onder meer denken aan het geven van garanties en vrijwaringen (waarover hierna meer).

Het is in Europa gebruikelijk dat de verplichtingen van de managers 'hoofdelijk' zijn. Dit betekent dat de emittent ieder van hen tot nakoming van de verplichtingen van een ander kan aanspreken. De onderlinge verhouding van de managers is een andere, gebaseerd op het *commitment* van ieder van hen. Deze onderlinge afspraken worden vastgelegd in een '*agreement among managers*', waarbij, zoals de naam al aangeeft, de emittent geen partij is. De beloning van de managers bestaat uit een aantal componenten. Een '*management commission*' voor het arrangeren en/of managen van de emissie en een '*underwriting commission*' voor het overnemen van het plaatsingsrisico. Beide worden meestal gezamenlijk aangeduid als een '*combined management and underwriting commission*'. Het derde element is een '*selling concession*', die als een verkoopprovisie kan worden gezien.

In de overeenkomst zal de emittent een aantal garanties moeten afgeven aan de managers. Eén daarvan zal zijn dat het prospectus volledig, juist en niet misleidend is. Hieraan gekoppeld wordt vaak een vrijwaring, die onder meer aangeeft dat de emittent de managers zal vrijwaren van enige schade die deze zouden kunnen lijden als gevolg van een onjuiste of beweerdelijk onjuiste garantie, inclusief een onjuist of beweerdelijk onjuist prospectus. Deze toevoeging van de beweerdelijke onjuistheid stuit nog wel eens op initieel verzet bij een emittent die voor het eerst een emissie doet. De achtergrond van deze bepaling is echter de volgende. Als een belegger na de emissie beweert dat het prospectus misleidend was en vervolgens één of meer van de managers aanspreekt, zullen die managers zich in rechte moeten verweren. Als dan blijkt dat het prospectus niet misleidend was, hebben de managers kosten moeten maken ter afwering van een claim die verband hield met een beweerdelijke onjuistheid van een garantie, namelijk een beweerdelijke misleidendheid van het prospectus. In de risicoverdeling tussen emittent en managers is het redelijk dat die kosten voor rekening van de emittent komen. De emittent had een financieringsbehoefte en de managers hebben door middel van plaatsing of

overneming van de obligaties hem geholpen daarin te voorzien. Het is dan redelijk dat in het hiervoor beschreven geval de kosten worden gedragen door de emittent en niet door de managers.

Een andere bepaling die de managers beschermt is die betreffende de opschortende voorwaarden. In de *subscription agreement*, die op de '*signing date*' wordt getekend, nemen de managers de verplichting op zich de uit te geven effecten op de later gelegen '*closing date*' bij derden te plaatsen, bij gebreke waarvan zij de obligaties zelf zullen nemen, een en ander uiteraard tegen betaling van de emissieopbrengst aan de emittent. Deze verplichting is onder meer afhankelijk van de voorwaarde dat op de *closing date* de garanties die de emittent heeft gegeven nog steeds juist zijn. Voorts zullen de managers op de *closing date* een aantal documenten willen ontvangen die door derden moeten worden verstrekt, zoals een zogenoemde '*comfort letter*' van de accountant van de emittent (die kort gezegd moet aangeven dat zich sinds de datum van de laatst gecontroleerde jaarrekening geen wezenlijke verslechteringen in de financiële positie van de emittent hebben voorgedaan) en een '*legal opinion*' van een of meer advocatenkantoren (verklaringen omtrent juridische aspecten van de transactie, waaronder de geldigheid van de uitgifte van de obligaties en de geldigheid en afdwingbaarheid van de verschillende gesloten overeenkomsten en de obligaties zelf).

Naast de opschortende voorwaarden bevat de *subscription agreement* ook een bepaling die aangeeft dat de managers in bepaalde gevallen het recht hebben de overeenkomst te beëindigen. De gevallen waar het hier om gaat betreffen wezenlijke wijzigingen in nationale of internationale financiële, politieke of economische omstandigheden. Het gaat hier om omstandigheden onafhankelijk van de emittent, die een sterk negatieve invloed kunnen hebben op het succes van de emissie. Het is begrijpelijk dat de betreffende bepaling voor emittenten nadelig is, maar de praktijk is dat deze bepaling altijd wordt opgenomen. Zij wordt in de praktijk wel aangeduid als de '*force majeure* (of ook wel: '*war*) *clause*'.

Fiscal agency agreement

De *fiscal agency agreement* is de overeenkomst tussen de emittent en de banken die als betaalkantoor zullen optreden, de *paying agents* (waaronder ook de *fiscal and principal paying agent*, het hoofdbetaalkantoor). Deze overeenkomst is nogal administratief van aard. Zo zal daarin onder meer geregeld zijn dat de emittent ervoor dient te zorgen dat de betaalkantoren op een rentevervaldag of op de afloopdatum van de obli-

Gentlemen prefer bonds

gaties door hem van middelen zijn voorzien om de benodigde betalingen te verrichten. De betaalkantoren zijn niet verplicht deze voor te schieten. Hiervoor is er al op gewezen dat de meeste obligaties worden bewaard, al dan niet in de vorm van een verzamelbewijs, door of namens zogenoemde 'clearing systems' of 'central securities depositories'. In de praktijk lopen de betalingen dan ook als volgt. De emittent betaalt aan het hoofdbetaalkantoor, dat doorbetaalt aan het betreffende clearing system. Het clearing system betaalt aan de bij hem aangesloten banken, ieder naar rato van het aantal stukken dat het clearing system voor de betreffende bank houdt. De banken op hun beurt crediteren hun cliënten, wederom naar rato van het aantal stukken dat de cliënt via de bank houdt.

Uitgifteprogramma's

Voor ondernemingen die regelmatig obligatie-emissies doen is het efficiënt om een zogenoemd 'programma' op te zetten voor het uitgeven van obligaties. Zo'n programma wordt aangeduid als een 'Euro Medium Term Note' ofwel 'EMTN Programme', of ook wel een 'Debt Issuance Programme'. Een programma bestaat uit raamdocumentatie die informatie en bepalingen bevat die voor iedere emissie hetzelfde zijn. Bij een trekking onder het programma is het dan nog slechts nodig de informatie die specifiek is voor deze betreffende emissie op te nemen in aanvullende documenten. Bij wijze van voorbeeld: de obligatievoorwaarden in het raamprospectus zullen bepalen dat de obligaties een zodanige rente zullen dragen, die op zodanige data zal worden betaald, als aangegeven in een aanvullend document, het zoge-

noemde 'Pricing Supplement'. Dit Pricing Supplement zal dan voor de betreffende emissie het rentepercentage en de rentebetaaldata vermelden. Het is gebruikelijk dat ook commercial paper onder een programma (een 'CP-programma') wordt uitgegeven.

Samenvatting

Financiering door middel van obligaties is, als alternatief voor bancaire financiering, een optie voor grotere ondernemingen die al over een zekere naamsbekendheid beschikken. Door het feit dat obligaties verhandelbare waardepapieren zijn die op effectenmarkten kunnen worden uitgegeven en verhandeld, wijken zij op bepaalde punten af van bankleningen. De rol die banken vervullen bij obligatieleningen is ook een wezenlijk andere dan bij bankleningen.

Mr. W.J. Horsten is advocaat bij Allen & Overy in Amsterdam. Hij was eerder als bedrijfskundige werkzaam op de Corporate Finance en Capital Markets afdeling van een Nederlandse bank.

Bronnen

F.G.B. Graaf, *Euromarket Finance: Issues of Euromarket securities and syndicated Eurocurrency loans*. Deel 14 in de serie *Bank- en Effectenrecht*, 1991.

W.J. Horsten, 'Obligatieleningen' (delen I en II), in: *Bank- en Effectenbedrijf* juni 1999, p. 42-45 en juli/augustus 1999, p. 44-48.

J. Meijer Timmerman Thijssen [e.a.], *Financiering van de onderneming*. Uit de serie *Vademecum Ondernemingsrecht*, 1995.

R.E. de Rooy, *Emissies op de Nederlandse markt*. Deel 13 in de serie

Bank- en Effectenrecht, 1996, tweede druk.