

HERZIENING VAN CONVERSlEKOERSEN

door Drs. J. L. Bouma en J. G. Mulder

Bij de na-oorlogse converteerbare obligatieleningen is onder de leningsvoorwaarden de bepaling opgenomen, dat de conversiekoers zal worden herzien wanneer de desbetreffende N.V. overgaat tot verdere uitgifte van gewone aandelen, met voorkeursrecht voor houders van alsdan uitstaande aandelen, of overgaat tot uitgifte van bonusaandelen of dividend in aandelen. De daartoe strekkende bepaling luidt in het algemeen als volgt:

„de nieuwe conversiekoers wordt bepaald op de tot het naastbij gelegen gehele getal naar beneden afgeronde uitkomst, welke verkregen wordt door de som van:

- a) het product van de nominale waarde van de voor de uitgifte uitstaande aandelen en de alsdan geldende conversiekoers en
 - b) het product van de nominale waarde der nieuw uit te geven aandelen en de koers van uitgifte
- te delen door de nominale waarde van de dadelijk na de uitgifte uitstaande aandelen. De koers van uitgifte wordt bij bonusaandelen genomen op nihil en bij uitgifte van aandelen als dividend op 100.”

Deze clausule beoogt, de houders van converteerbare obligaties te vrijwaren voor aantasting (verwatering) van het hen toegekende recht in een aantal concreet genoemde gevallen. Diepenhorst heeft aangetoond, dat het compenserende effect van deze clausule alleen dan volledig wordt bereikt, indien aan de volgende voorwaarden is voldaan:

- 1 de beurswaarde van een aandeel is evenredig met de verwachte dividenduitkering;
- 2 het nieuw aangetrokken vermogen zal de voor dividenduitkering beschikbare som terstond verhogen met een bedrag, dat uitgedrukt in procenten van het reëel gevraagde bedrag gelijk is aan het rendementspercentage van de aandelen voor emissie;
- 3 op het moment van emissie van aandelen met voorkeursrecht voor oude aandeelhouders is de (laatstelijk) vastgestelde conversiekoers juist gelijk aan de beurswaarde van een aandeel. ¹⁾

Slechts de eerste veronderstelling acht Diepenhorst aanvaardbaar, terwijl de tweede veronderstelling op z'n minst twijfelachtig mag worden genoemd en aan de derde voorwaarde zelden voldaan zal zijn.

Diepenhorst is van mening dat de compensatie slechts betrekking behoeft te hebben op de „extra-waardedaling” van het conversierecht, n.l. die, welke het gevolg is van een lagere emissiekoers dan de maximaal mogelijke: „het zou immers onbillijk zijn aan houders van converteerbare obligaties een grotere compensatie te verlenen dan aan aandeelhouders”²⁾. De door Diepenhorst voorgestelde herberekeningsformule luidt dan als volgt: „vermenigvuldig de laatstelijk bepaalde

¹⁾ Prof. Dr. A. I. Diepenhorst: *Structuur en Politiek*, Purmerend 1956, blz. 85 e.v.

²⁾ De aandeelhouders ontvangen, theoretisch althans, slechts voor deze extra-waardedaling een vergoeding in de claim, waarvan de waarde wordt bepaald door het verschil tussen de maximale emissiekoers en de feitelijke emissiekoers (hierbij is verondersteld, dat de waarde van een aandeel c.p. omgekeerd evenredig is met het aantal geplaatste aandelen). Zie Diepenhorst, t.a.p., blz. 38.

conversieverhouding met de beurswaarde van een aandeel na de emissie en deel de verkregen uitkomst door de som van de beurswaarde en de beurswaarde van een claim”.

Verwatering en compensatie

Ten gevolge van de vooronderstellingen, die impliciet aan de anti-verwateringsclausule ten grondslag liggen, kan aan deze clausule slechts waarde worden gehecht als een praktische benadering van een juiste compensatieregeling. In de praktijk zal het zelden voorkomen dat de laatstelijk bepaalde conversiekoers samenvalt met de beurskoers. Bovendien moeten we beseffen dat de anti-verwateringsclausule wel rekening houdt met de koers van uitgifte, doch niet met de beurskoers van de aandelen na de emissie; de reactie van de beurs kan zeer verschillend zijn en daarmee gunstiger of ongunstiger voor de obligatiehouder, vergeleken met de situatie voor de aandelenuitgifte.

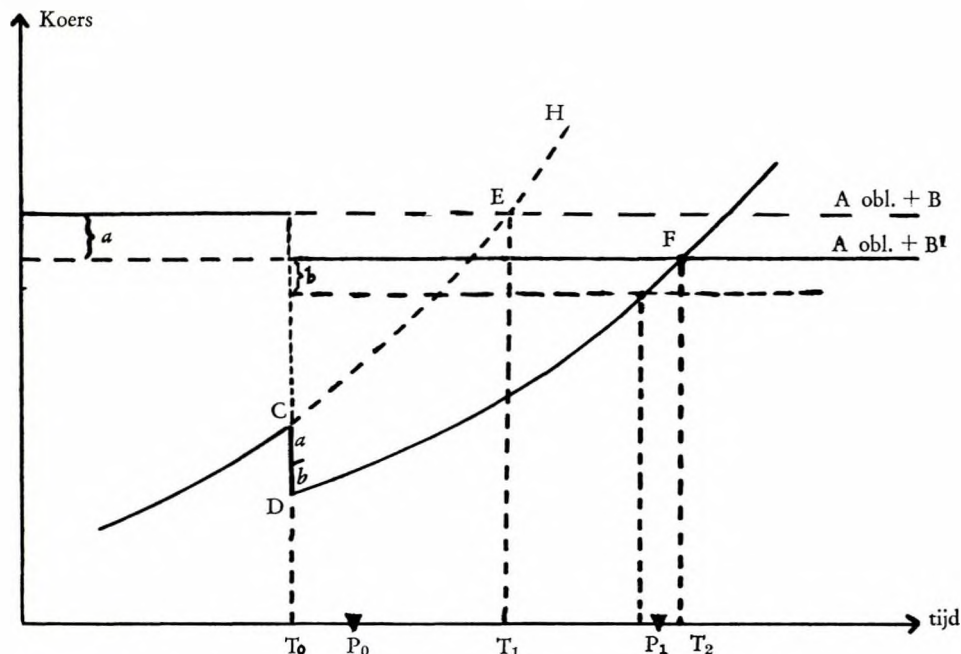
Diepenhorst gaat er in zijn benadering van het compensatieprobleem van uit, dat de converteerbare obligatie een „aandeellarve” is. Zodoende ziet hij de billijkheid van een vergoeding voor de obligatiehouders voor slechts de „extra-waardedaling”. Converteerbare obligatie-houders en aandeelhouders zouden naar onze mening alleen dan een overeenkomstige vergoeding moeten ontvangen, indien er een blijvende omwisselingsmogelijkheid zou bestaan, zonder de kans op aflossing der converteerbare obligaties. Het wezenlijke van een converteerbare obligatie is echter het obligatiekarakter, waarbij dan nog een recht tot omwisseling in aandelen wordt gegeven. Bij de na-oorlogse converteerbare obligatieleningen zijn bovendien steeds statutaire aflossingen, mogelijkheden tot vervroegde aflossingen en beperkingen van de conversieperioden in de leningsvoorwaarden opgenomen. Wanneer bij herziening van de conversiekoers in het geval van een voorkeursemissie van aandelen de obligatiehouders slechts een vergoeding wordt gegeven voor de „extra-waardedaling”, dan kan de waarde van het conversierecht zeer wel zijn aangetast door de werking van de genoemde, in de leningsvoorwaarden opgenomen, bepalingen en de invloed van de N.V. daarop.

Van een vergroting van het aandelenkapitaal (en daarmee van het potentiële aanbod op de beurs) gaat vaak een koersdrukkende invloed uit, afgezien van de „extra-waardedaling”. Voor de uitkering van bonusaandelen en stockdividend is dit voor te stellen, daar hier niet plotseling de intrinsieke waarde stijgt of de voor dividend-uitkering beschikbare som wordt verhoogd, terwijl wel het aandelenkapitaal wordt vergroot (althoewel de uitkering op zich vaak als een hausse-motief wordt beschouwd en de koersen doet stijgen).

Deze „normale” waardedaling van de oude aandelen zal te zijner tijd misschien worden gecompenseerd door koersstijgingen (bv. bij verhoogd rendement of verwachtingen daaromtrent). De aandeelhouder zal dit moment kunnen afwachten, daar de aandelen, behoudens in abnormale situaties, niet worden „afgelost”.

Door deze „normale” waardedaling van het aandeel wordt tevens het conversierecht van de converteerbare obligatie-houder aangetast: hij krijgt recht op een aandeel dat in waarde is gedaald. Of de obligatiehouder ooit tot conversie komt zal nu mede afhangen van het koersverloop van de aandelen en de lengte van de conversieperiode.

Deze gedachtengang zal met behulp van onderstaande grafiek worden uiteengezet.



Grafiek A

Ten gevolge van een voorkeursemissie van aandelen tegen niet-maximale emissiekoers op het moment T_0 daalt de aandelenkoers van C tot D. Dit verschil tussen C en D wordt gevormd door de „normale” waardedaling b (die ook zou zijn geleden indien tegen de maximaal mogelijke emissiekoers zou zijn geëmitteerd) en de „extra”-waardedaling a (juist als gevolg van de lagere dan maximale emissieprijs). Voor a worden de converteerbare obligatie-houders schadeloos gesteld, evenals de aandeelhouders, door resp. de daling van de conversiekoers A nom. obligatie + B contant tot A nom. obligatie + B' contant³⁾ en de claimwaarde.

Voor b wordt geen van beiden schadeloos gesteld. Hierbij is verondersteld, dat de obligatie pari noteert (hetgeen wel reëel is, zolang de conversiekoers hoger is dan de beurskoers van een aandeel). Ter illustratie van onze denkbeelden nemen wij verder aan, dat zonder de voorkeursemissie de aandelenkoers langs de lijn CEH zou zijn verlopen. Op het moment T_1 zou dan effectieve conversiemogelijk-

³⁾ De herziening van de conversiekoers bestaat in dit voorbeeld uit een verlaging van het in contanten te betalen bedrag bij conversie. Dit is slechts één van de vele mogelijkheden tot herziening. Op zich zelf is het van belang op te merken, dat de opvatting van converteerbare obligaties als aandeellarven ook gevolgen zal moeten hebben voor de koersberekening der aandelen. De waarde van een aandeel is min of meer omgekeerd evenredig met het aantal uitstaande aandelen, waartoe op een of andere wijze toch ook de „larven” zouden kunnen worden gerekend. Bovendien zal het voorheen aan obligatierente betaalde bedrag potentieel gevoegd kunnen worden bij de voor dividenduitkering beschikbare som. Het theoretische betoog zou derhalve gewijzigd kunnen worden. Voor ons is dit echter in de onderhavige uiteenzetting van minder belang.

heid zijn ontstaan⁴⁾, terwijl verdere koersstijgingen van de aandelen na dit moment zeer waarschijnlijk tot uitdrukking zouden komen in de stijging der obligatiekoers; misschien zelfs dat in de obligatiekoers een verwachting van verdere stijging van de aandelenkoers wordt opgenomen, waardoor een zg. haussepremie op de obligatie komt te liggen. Conversie vindt dus niet direct noodzakelijk plaats indien de aandelenkoers boven de conversiekoers uitkomt, hoewel op dat moment het conversierecht van positieve betekenis wordt.

Door de voorkeursemissie is het moment, waarop economisch effectieve conversiemogelijkheid ontstaat verschoven naar T_2 . Ook nu zouden de obligatiehouders kunnen meeprofiteren van de ontwikkeling van de aandelenkoersen en zou de daling b kunnen worden genivelleerd, tenzij vervroegde of statutaire aflossing dreigt en/of de conversieperiode statutair afloopt vóór T_2 is bereikt. Stel dat de conversieperiode loopt van P_0 tot en met P_1 , dan zouden normaliter zonder voorkeursemissie de obligaties in aandelen kunnen worden omgezet vanaf het tijdstip T_1 . Nu echter zal zich in het geheel geen conversie voordoen doordat T_2 buiten de conversieperiode is komen te vallen.

Had men de obligatiehouders ook voor b schadeloos gesteld door een extra verlaging van de conversiekoers, dan zou de effectieve conversiemogelijkheid misschien nog juist binnen de conversieperiode zijn gevallen. Men zou dan echter kunnen beweren dat de obligatiehouders worden voorgetrokken: ze genieten èn schadeloosstelling voor de dalingen a en b èn ze profiteren van het oplopen van de aandelenkoersen. Om dit bezwaar weg te nemen zou men de vergoeding voor b (die de aandeelhouders niet hebben gekregen) geleidelijk weer kunnen intrekken, nl. voor zover de daling b door koersstijgingen van de aandelen wordt gecompenseerd⁵⁾. Een dergelijke geleidelijk teruglopende potentiële compensatie voor b zou evenwel geen enkele zin hebben, indien b volledig is ingetrokken op het moment dat effectieve conversiemogelijkheid ontstaat; in dat geval biedt men een vergoeding voor b zolang van het conversierecht toch geen gebruik wordt gemaakt, hetgeen lijkt op het verhuren van parasols tegen gereduceerde prijzen zolang het mistig is.

Gaan wij er vanuit dat de aandelenkoers de conversiekoers reeds had overschreden op het moment van emissie, dan pas zou de vergoeding met geleidelijke intrekking zin hebben. Men kan in dat geval echter tegenwerpen, dat de obligatiehouder maar had moeten converteren, indien hij dezelfde lusten als de aandeelhouders wil hebben en dat zelfs een geleidelijk teruggetrokken vergoeding niet op zijn plaats is.

De anti-verwateringsclausule in de praktijk

Na de theoretische beschouwingen zullen wij trachten na te gaan of in het verleden de converteerbare obligatiehouder in het nadeel is gesteld door een voorkeursemissie van aandelen, ondanks de anti-verwateringsclausule; meer concreet gesteld: of hij eventueel door een te hoog gebleven conversiekoers naderhand

⁴⁾ D.w.z. een toestand, waarbij onder de feitelijk geldende koersverhoudingen en conversievoorwaarden conversie voordelig, althans niet onvoordelig is.

⁵⁾ Ook mogelijk is intrekking ineens op het moment dat conversie „voordelig” zou worden. Ook deze constructie is zinloos. Handhaving van de compensatie voor b is en blijft onbillijk voor de aandeelhouders.

niet in staat is geweest te converteren in de conversieperiode, òf dat conversie niet effectief mogelijk was op het moment van vervroegde aflosbaarstelling.

Daartoe volgt hieronder een overzicht van converteerbare obligatieleningen, waarvan in de periode 1957-1961 de conversiekoers is herzien op grond van de anti-verwateringsclausule en die tevens voor het einde van 1961 zijn afgelost, resp. waarvan de conversieperiode voor het einde van 1961 afliep; dit geldt niet voor de lening van de V.M.F.

*Converteerbare obligatieleningen waarvan gedurende de periode 1957-1961 de conversiekoers werd herzien op grond van de anti-verwateringsclausule **

Naam van het fonds	Jaar v. uitgifte	Reden van herziening		Vervroegde aflossing	Conversieperiode
		Claimemissie	Stockdividend		
Indola (4%)	1956	mei 1957 sept. 1960	mei 1960	2-1-'61	1-7-'56/31-12-'60
Van Berkel's Patent	1954	sept. 1958			1-1-'56/30-12-'60
Boeke & Huidekoper	1956		sept. 1957		tot 1-11-'61
Bührmann's Papier	1956		mei 1957 mei 1958	1-4-'59	te allen tijde
Wijers	1956		febr. 1957	14-4-'60	1-1-'57/31-12-'60
Zwanenberg-Organon	1957		april 1957 april 1958	16-2-'60	tot 14-4-'63
Verenigde Machine Fabrieken	1957		mei 1957 mei 1958		1-1-'59/31-12-'64

Ten einde te onderzoeken of de waarde van het conversierecht ondanks de herziening is aangetast, hebben wij getracht na te gaan of de „premie” die op het conversierecht drukte, is beïnvloed door de voorkeursemissie; en of een eventueel ongunstige invloed op den duur kon worden goedge maakt. Wanneer wij de „premie” definiëren als het conversie-offer ter verkrijging van één aandeel minus de waarde van het te verkrijgen aandeel, dan wordt reeds dadelijk duidelijk, dat het hier niet gaat om de absolute hoogte van de koersen van de aandelen en de obligaties, doch om de vraag of de effectieve conversiemogelijkheid groter of kleiner is geworden (d.w.z. of de waarde van het conversierecht is gestegen of gedaald).

Een nadeel voor de obligatiehouder zou tot uitdrukking kunnen komen in een

* In het onderzoek zijn niet opgenomen de fondsen waarvan de conversieperiode ultimo 1961 nog niet was afgelopen en/of op die datum nog geen vervroegde aflossing had plaats gevonden, en fondsen, waarvan als gevolg van te weinig noteringen ter beurse, een betrouwbare vergelijking van de koersen der aandelen en der obligaties niet mogelijk was. De lening van de V.M.F. is opgenomen omdat de vergelijkbaarheid der koersen zeer gemakkelijk was en omdat vervroegde aflossing reeds vanaf april 1959 mogelijk was.

voortdurend positieve premie gedurende de conversieperiode, of in een door vervroegde aflossing afgedwongen onvoordelige conversie. Hierbij dient te worden aangetekend, dat deze positieve premie ook uitsluitend of mede het gevolg kan zijn van een reeds vanaf het begin der lening te hoog gestelde conversiekoers.

Met betrekking tot het onderzoek moeten wij ons rekenschap geven van het feit dat de beschouwde periode (1957-1961) wordt gekenmerkt door een hausse op de beurs. Dit is van betekenis voor de koersverhouding tussen de aandelen en de obligaties, en daarmee voor het conversierecht. De koersen van de converteerbare obligaties vertonen nl. minder sterke fluctuaties dan de koersen van de aandelen. Dit moet voornamelijk worden geweten aan het obligatiekarakter van de converteerbare obligatie:

- a) het vaste rentepercentage doet bij oplopende koersen het rendement dalen, hetgeen op de koersstijging een remmende werking heeft;
- b) de aflosbaarheid, maar ook het vaste rentepercentage, vormen een rem op de koersontwikkeling naar beneden.

Voor een hausse op de beurs betekent dit, dat de koersontwikkeling van de obligaties bij die van de aandelen ten achter blijft. Dit heeft tot gevolg dat de „premie” bij de stijgende koersen geleidelijk minder wordt en op den duur zelfs negatief kan worden, zodat conversie voordelig zal zijn⁶⁾.

Hierbij is tevens van belang de ruilverhouding, d.w.z. of bij conversie een groter nominaal bedrag aan obligaties staat tegenover een kleiner nominaal bedrag aan aandelen. De ruilverhouding kan dusdanig zijn, dat een fluctuatie in de aandelenkoers volledig in de obligatiekoers tot uiting komt. In dergelijke gevallen zouden we beter kunnen spreken van een vaste rentedragende vorm van het aandeel dan van een converteerbare obligatie.

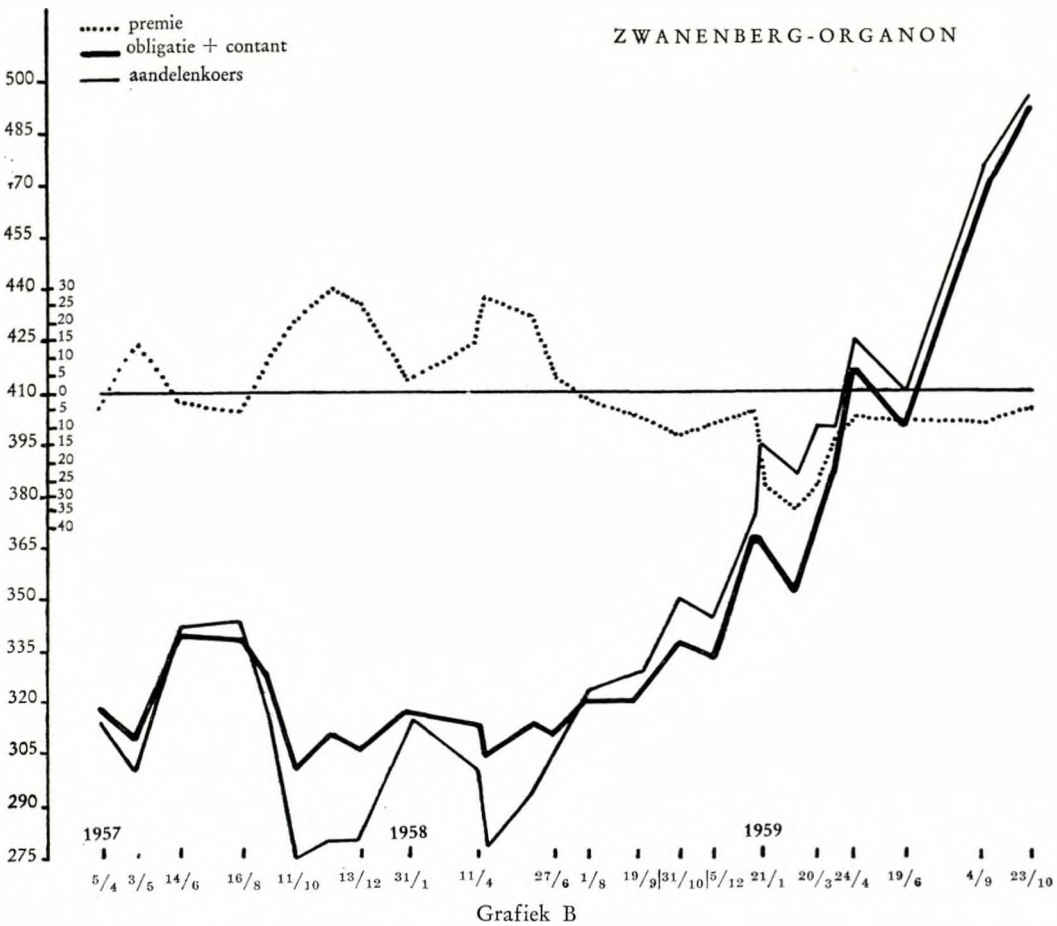
De zuivere claimemissies

De claimemissies van Van Berkel's Patent en Indola vielen in de conversieperiode van de betrokken leningen. Bij *Van Berkel's Patent* was de premie bij de voorkeursemissie reeds negatief. Er ontstond evenwel een nadeel, doordat na het verschijnen van de emissieprospectus nog slechts tegen de nieuwe conversiekoers kon worden geconverteerd, waardoor de waarde van het conversierecht met f 60 per aandeel van nominaal f 1000 daalde. De premie bleef negatief, een situatie die daarna werd gehandhaafd, waardoor het mogelijk was dat aan het einde van de conversieperiode de gehele lening in aandelen was geconverteerd.

Bij *Indola* (4 %) zagen we vóór en direct na de emissie van mei 1957 een premie van ongeveer 30 punten; na deze emissie verminderde de premie geleidelijk, doordat de obligatiekoersen in hun stijging bij de aandelenkoersen ten achter bleven. Uiteindelijk werd, ongeveer 2 jaar na de emissie, de premie negatief en conversie effectief mogelijk. In mei 1960 werd de conversiekoers herzien naar aanleiding van de uitkering van stockdividend; het gevolg was een stijging van de premie, doch deze bleef negatief. Over het effect van de emissie in september 1960 is weinig te zeggen, daar voor de obligaties na deze emissie geen noteringen meer tot stand kwamen. De lening werd enkele maanden daarna, direct na het aflopen van de conversieperiode, aflosbaar gesteld.

Voor beide fondsen kunnen we concluderen dat op den duur de obligatie-

⁶⁾ Voor twee fondsen is deze tendens in grafiek B en C weergegeven.



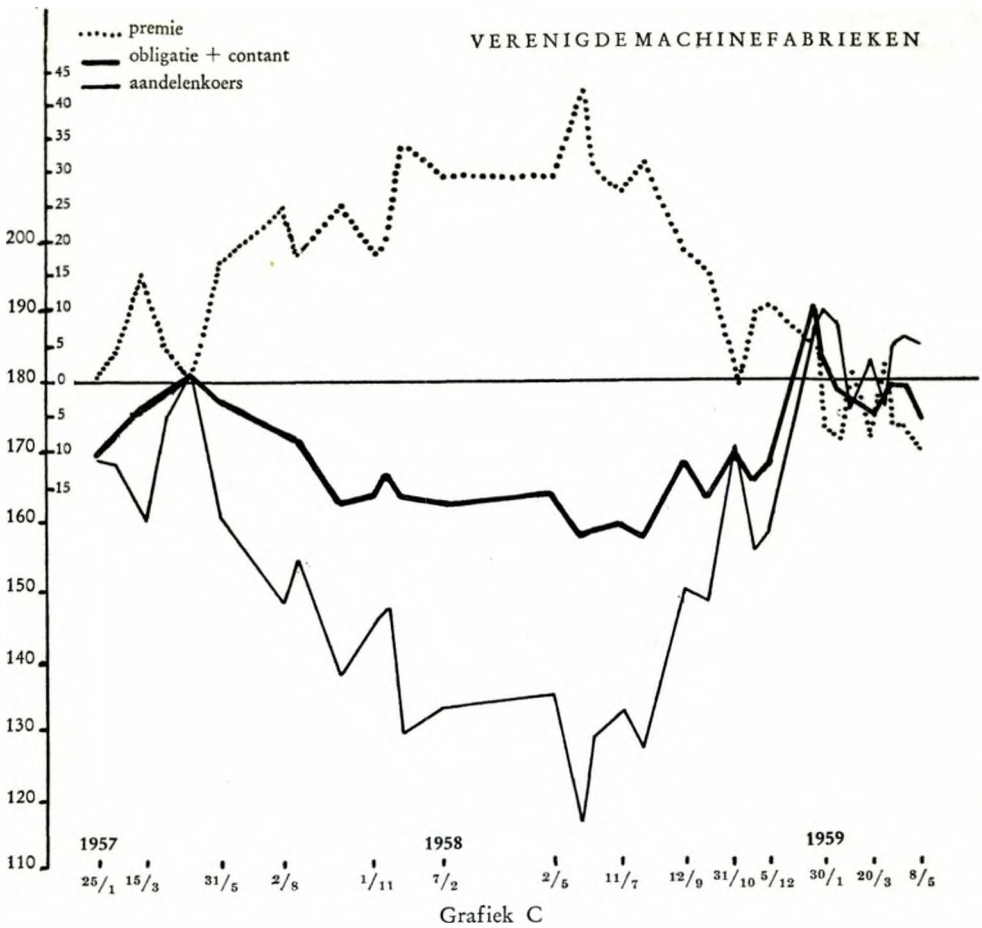
houders ten opzichte van de aandeelhouders niet in een ongunstige positie verkeerden.

De stockdividenduitkeringen

Ten gevolge van een vanaf het begin der lening te hoog gestelde conversiekoers heeft bij *Boeke & Huidekoper* het obligatiekarakter van de converteerbare obligatie steeds zo sterk gesproken, dat van enige samenhang tussen aandelen- en obligatiekoersen nauwelijks sprake is geweest. Conversie werd pas enkele maanden voor het einde van de conversieperiode effectief mogelijk, nl. toen de obligaties pari noteerden nadat ze lange tijd beneden de 100% hadden gestaan. Een eventuele fout bij de herziening van de conversiekoers zou ten opzichte van de steeds hoge premie minder belangrijk zijn geweest; het conversierecht heeft waarschijnlijk nooit tot de obligatiehouders kunnen spreken.

Naar aanleiding van stockdividenduitkeringen moest bij *Bührmann's Papier* de conversiekoers tweemaal worden verlaagd. Na de eerste keer liep de reeds vrij hoge premie nog verder op, doch na de tweede herziening trad een daling op, die weer voornamelijk het gevolg was van het stijgen van de aandelen- en

VERENIGDE MACHINEFABRIEKEN



obligatiekoersen. De premie bleef in een dalende tendens, zodat ze ongeveer 9 maanden na de tweede conversiekoersherziening negatief werd. Daarop volgde enkele maanden later de vervroegde aflosbaarstelling, waarschijnlijk naar aanleiding van het bestaan van effectieve conversiemogelijkheden, zodat niemand werd benadeeld; men had reeds kans gehad te converteren en vervroegde aflossing is rationeel te beschouwen wanneer het dient om aan een effectieve conversiemogelijkheid dwang bij te zetten. Iets anders was het geweest wanneer de vervroegde aflosbaarstelling bekend was gemaakt op het ogenblik dat de aandelenkoers de conversiekoers naderde; de ontwikkeling van de aandelenkoers is namelijk ook het gevolg van de mogelijkheden welke het vreemde vermogen heeft gecreëerd en het zou dan niet juist zijn een gegeven recht illusoir te maken op het moment dat het inhoud zal krijgen⁷⁾. Tot uiteindelijke benadeling van de obligatiehouder ten opzichte van de aandeelhouder kunnen we hier dan ook niet concluderen.

Wijers had ten tijde van de conversiekoersherziening in februari 1957 een zeer

⁷⁾ Vgl.: Stichting Economisch Onderzoek Amsterdam, van de Universiteit van Amsterdam: De Nederlandsche Converteerbare Obligatie. Leiden 1951, p. 120.

hoge premie, die, ten gevolge van dalende koersen, in de loop van dat jaar nog verder opliep. In de tweede helft van 1958 trad een geleidelijke daling van de premie op, die voortduurde tot het moment van bekendmaking van de vervroegde aflosbaarstelling in januari 1960. Toen was de premie nog positief en werd door de aflosbaarstelling conversie afgedwongen op een tijdstip dat de aandelenkoers de conversiekoers naderde, zodat naar bovenvermelde opvatting het gegeven recht illusoir werd gemaakt. De directe geldelijke strop, die door conversie zou zijn ontstaan werd evenwel door de onderneming overgenomen: de conversiekoers werd daartoe verlaagd. Deze conversiekoersverlaging zullen we misschien veeleer moeten zien als een correctie op de reeds bij de emissie van de obligaties te hoog gestelde conversiekoers, dan als een correctie op de conversiekoersherziening bij de stockdividenduitkering. Een werkelijk direct conversieverlies is dus niet voorgekomen door de stijgende koersen en de verlaging van de conversiekoers.

Van de converteerbare obligatielening *Zwanenberg-Organon* hebben we de gehele looptijd kunnen nagaan. Tweemaal is de conversiekoers herzien en op beide momenten bestond er een positieve premie. Na de tweede conversiekoersherziening liepen de aandelen- en obligatiekoersen dusdanig op, dat de aandelenkoers reeds spoedig de conversiekoers had overschreden, een toestand die tot en met de vervroegde aflosbaarstelling voortduurde. De gehele lening heeft slechts drie jaar bestaan. Gedurende meer dan de helft van deze tijd is conversie effectief mogelijk geweest. De obligatiehouders hebben met de aandeelhouders van een gunstige beursconjunctuur kunnen profiteren; uit het feit dat voor de bekendmaking van de vervroegde aflosbaarstelling reeds 30% van de lening ter conversie was aangeboden, mag voldoende grond worden gevonden voor de conclusie dat geen sprake is geweest van enige achteruitstelling van de obligatiehouder ten opzichte van de aandeelhouder.

Bij de nog niet afgeloste lening van de *Verenigde Machine Fabrieken* kan nog niet worden nagegaan of de converteerbare obligatiehouders bij de toepassing van de anti-verwateringsclausule bij de aandeelhouders ten achter zijn gesteld; de conversieperiode is nl. nog niet afgelopen. Tot nu toe is de conversiekoers tweemaal herzien. Fluctuaties in de premie moeten volledig worden toegeschreven aan de ontwikkeling van obligatie- en aandelenkoersen als gevolg van vraag en aanbod op de beurs. Bijna vanaf het begin van de conversieperiode bestond effectieve conversiemogelijkheid; de premie was juist negatief geworden op het moment dat de mogelijkheid van vervroegde aflosbaarstelling ontstond. Zo op het eerste gezicht is ook hier geen benadeling van de obligatiehouder waar te nemen, vooral niet daar de herzieningen zich voor de conversieperiode hebben voorgedaan en gedurende de conversieperiode conversie effectief mogelijk was.

Enkele afgeloste converteerbare obligaties zonder conversiekoers-herziening

We onderwerpen thans aan een korte beschouwing vijf fondsen die de conversiekoers niet hebben herzien, daar zich geen tussentijdse aandelenemissies met voorkeursrecht voordeden.

Bij de converteerbare obligatie *Philips* is conversie vrijwel steeds effectief mogelijk geweest, hetgeen voor het moment van vervroegde aflosbaarstelling reeds leidde tot aanbieding ter conversie van 40 % van de lening.

De converteerbare obligatieleningen van *Aku* (4%), *Stoomspinnerij Twenthe* (5%), *Utermöhlen* en de *Hollandse Beton Maatschappij* zijn alle vier vervroegd afgelost. Steeds kwam de vervroegde aflosbaarstelling af op tijdstippen waarop conversie effectief mogelijk was. Men werd dus niet tot onvoordelige conversie gedwongen of beroofd van conversierechten die nog niet effectief waren geworden.

Opgemerkt kan worden dat de vervroegde aflossingen allemaal vielen in een periode van overwegend koersstijgingen, zodat ook wat de absolute hoogte van de koersen betreft de obligatiehouders, evenals de aandeelhouders, aan hun trekken zullen zijn gekomen.

Conclusie

Het is ten tijde van de herziening van de conversiekoers niet mogelijk objectief vast te stellen in hoeverre de waarde van het conversierecht wordt aangetast en evenmin of de aantasting, behalve door de herziening van de conversiekoers, volledig zal worden gecompenseerd door toekomstige koersontwikkelingen. Het oordeel omtrent een eventuele verwatering moet worden opgeschort tot het einde van de conversieperiode, die als gevolg van vervroegde aflosbaarstelling kan worden verkort.

Uit ons onderzoek naar het verloop van de waarde van het conversierecht bij diverse converteerbare obligatieleningen en de invloed op dit verloop, uitgaande van een herziening van de conversiekoers uit hoofde van de anti-verwateringsclausule, is niet gebleken dat de converteerbare obligatiehouders aan het einde van de conversieperiode (resp. bij vervroegde aflosbaarstelling), als alternatief voor aflossing, behoeften over te gaan tot ongunstige conversie.

Een aantasting van de waarde van het conversierecht in de zin, dat het recht in het geheel niet meer zou kunnen worden uitgeoefend, of niet anders dan met het accepteren van een conversieverlies, waardoor de converteerbare obligatiehouder benadeeld werd ten opzichte van de aandeelhouder, hebben wij niet kunnen constateren. Na een herziening van de conversiekoers uit hoofde van de anti-verwateringsclausule, heeft het conversierecht op den duur altijd nog een positieve waarde gekregen.

Er bestaat o.i. dan ook niet direct een praktische noodzaak tot wijziging van de anti-verwateringsclausule. Hierbij dient aangetekend, dat de onderzochte periode (1957-1961) zich over het algemeen kenmerkte door stijgende koersen; en aangezien de koersen van de aandelen de neiging hebben sterker te stijgen dan die der converteerbare obligaties, worden de conversiemogelijkheden in een periode met oplopende koersen meestal gunstiger.

Bovendien werden (behalven bij Van Berkel's Patent) de conversiekoersen op grond van de anti-verwateringsclausule herzien op momenten, waarop de premie - gedefinieerd als conversie-offer minus de waarde van de te verkrijgen aandelen - positief was. Bij toepassing van de in de aanvang van dit artikel vermelde anti-verwateringsclausule mag theoretisch in dergelijke gevallen een overcompensatie voor de obligatiehouder worden verwacht, waardoor eveneens in de toekomst de conversiemogelijkheden worden vergroot.⁸⁾

In hoeverre het juist is om met Diepenhorst de converteerbare obligatie als een

⁸⁾ Vgl. Diepenhorst, t.a.p., p. 88.

aandeellarve te beschouwen, zal van geval tot geval en van moment tot moment moeten worden beoordeeld en hangt naar onze mening af van de te koesteren verwachtingen omtrent een positieve waarde van het conversierecht. Deze zullen ondermeer worden bepaald door de hoogte van de conversiekoers bij emissie van de lening, herzieningen van de conversiekoers, hausseverwachtingen en de vraag of de conversieperiode voldoende lang is om een periode van opgaande conjunctuur (en daarmee stijgende koersen) te omvatten.

NEDERLANDS INSTITUUT
van
REGISTERACCOUNTANTS
BIBLIOTHEEK