DE CONVERTEERBARE OBLIGATIE

- Het instrumentarium om conversie op het gewenste tijdstip te bevorderen
- De rol van de anti-verwateringsclausule en nieuwe ontwikkelingen daarin

door Drs. G. Rietkerk

1 Historisch overzicht

1.0 VOOROORLOGSE SITUATIE

De converteerbare obligatie als financieringsfiguur is in ons land sterk geëvolueerd. Uit een studie van de Stichting voor Economisch Onderzoek van de Universiteit van Amsterdam over de periode 1917-1949 blijkt dat de converteerbare obligatie meestal „een kind van de nood" was, omdat de uitgevende instelling geen toegang had tot de aandelenmarkt[1]). Haccoû, onder wiens leiding genoemde studie werd uitgevoerd, constateert: „Het waren vaak, doch lang niet altijd, zwakke ondernemingen, welke met haar hulp poogden nieuw vermogen aan te trekken: van de 30 ondernemingen, welker aandelenkoersen ongeveer twee maanden voor de emissie der converteerbare lening bekend waren, noteerden de gewone aandelen in 16 gevallen beneden 125%"[2]).

Bij de vooroorlogse converteerbare obligatielening was het conversieprivilege van twijfelachtige waarde. Blijkens de studie van de SEO was ultimo 1950 van de tussen 1917 en 1940 uitgegeven leningen, die in de officiële notering op de Amsterdamse beurs waren opgenomen, slechts 21,3% van het gezamenlijke nominale bedrag geconverteerd, terwijl nog 6,7% uitstond[3]). Het conversierecht werd doorgaans aan een obligatielening toegevoegd als een extraatje (in de Amerikaanse literatuur wordt gesproken van „sweetener") teneinde de plaatsingskansen te vergroten of om het totale pakket leningsvoorwaarden ten gunste van de uitgevende instelling te beïnvloeden. Werkelijke conversie werd door de debitrice veelal niet beoogd en ook niet bevorderd.

1.1 NA-OORLOGSE SITUATIE

Na de tweede wereldoorlog is in het gebruik van de converteerbare obligatie een wijziging opgetreden. Bervoets signaleerde deze ontwikkeling in 1955: „Het ligt tegenwoordig in de bedoeling van iedere onderneming, die converteerbare obligaties uitgeeft, om op den duur permanent vermogen aan te trekken. Men wenst au fond een emissie van aandelen te bewerkstelligen maar benut hiervoor als tussenfinanciering de converteerbare obligatielening"[4]).

[1]) De Nederlandse converteerbare obligatie. Publikatie van de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam SEO, Leiden 1951.

[2]) J. F. Haccoû, De converteerbare obligatie, Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen, nov. 1959.

[3]) Zie noot 1, hoofdstuk 2.

[4]) K. Bervoets, De moderne converteerbare obligatie, MAB april 1955, blz. 160 e.v.

Eijgenhuijsen merkt op: „Het is een gebruikelijke procedure om bij het emitteren van converteerbare obligaties evenzeer een achterstellingsclausule in de trustakte op te nemen, daarmee het karakter van de converteerbare obligaties als toekomstig ondernemend vermogen onderstrepend"[5]).

En Scheffer stelt: „Wanneer men ervan uitgaat, dat met de na-oorlogse uitgiften van converteerbare obligaties in het algemeen de plaatsing van aandelen op termijn op voordeliger condities dan bij directe aandelenemissies mogelijk zou zijn geweest wordt beoogd, mag worden aangenomen, dat door de desbetreffende ondernemingen zo nodig ook gebruik zal worden gemaakt van de haar ten dienste staande technieken om onder bepaalde omstandigheden de conversie te bevorderen"[6]).

Haccoû vermeldt enkele gegevens, die het economische karakter van de converteerbare obligatie hebben gewijzigd:[7])

1 De *aandelenkoers* ongeveer twee maanden voor emissie en de conversiekoers zijn bij de na-oorlogse leningen gemiddeld aanmerkelijk hoger dan bij de vooroorlogse leningen. Over het algemeen verkeerden de ondernemingen, die na de oorlog converteerbare obligaties emitteerden in een sterkere positie (vgl. 1.0).
2 De *conversiekoers* ligt bij de na-oorlogse leningen gemiddeld dichter bij de aandelenkoers ongeveer twee maanden voor de emissie. Voor de laatste oorlog lag de conversiekoers in aanmerkelijk meer gevallen boven 110% van de aandelenkoers.
3 De *conversieperiode* is bij de na-oorlogse leningen gemiddeld langer.

Haccoû's gegevens hebben betrekking op de periode 1945-1959. Het tijdvak 1960-1965 werd onderzocht door Scheffer[8]). Deze constateerde een duidelijke tendens naar conversiekoersen, die beneden de aandelenkoersen liggen van twee maanden voor de emissie. Bij 70% van het totale aantal emissies was de afwijking naar *beneden* groter dan 10%. Bij de vooroorlogse leningen lag bij 60% de conversiekoers *boven* 110% van de aandelenkoers ongeveer twee maanden voor de emissie. De absolute hoogte van de conversiekoersen - en derhalve ook van de aandelenkoersen voor emissie - gaf t.o.v. de voorafgaande periode een verdere verschuiving naar boven te zien. Daarentegen is de conversieperiode bij de in het tijdvak 1960-1965 uitgegeven leningen ingrijpend verkort vergeleken met de periode 1945-1959; slechts 5% van de geëmitteerde converteerbare obligatieleningen had een conversieperiode van 15 jaar of langer.

Voor de periode 1 juli 1965 tot 1 januari 1973 werd door ons een onderzoek ingesteld naar eventuele verschuivingen[9]). De verkorting van de conversieperiode, waarvan in het door Scheffer onderzochte tijdvak sprake was, heeft zich niet gecontinueerd. Van de 50 beschouwde officieel genoteerde converteerbare leningen, welke in deze periode zijn geëmitteerd, had 38%

---

[5]) H. G. Eijgenhuijsen, Enige aspecten van de achtergestelde lening, Maandschrift Economie, nov./dec. 1972, blz. 115 e.v.

[6]) C. F. Scheffer, Financiële Notities, deel I, 2e dr. 1966, hoofdstuk 12, De converteerbare obligatie als beleggingsobject en financieringsfiguur.

[7]) Zie noot 2, blz. 155-157.

[8]) Zie noot 6, blz. 169 en 170.

[9]) De gegevens werden verzameld door A. Klaassen, kand. econ.

een conversieperiode van 15 jaar of langer. In de periode 1945-1959 was dit percentage 46%. De terugkeer naar langere conversieperioden begon medio 1968 toen een aantal grote concerns op de Euro-kapitaalmarkt converteerbare dollarleningen uitgaf. Nadien kwamen ook voor de converteerbare leningen, die op de Nederlandse kapitaalmarkt werden geplaatst, lange conversieperioden weer in zwang. Van de 22 leningen met een conversieperiode < 10 jaar in het onderstaande overzicht werden er 14 vóór medio 1968 uitgegeven.

Lengte conversiepriode	*Aantal*	*Verhouding* $\frac{\text{conversiekoers}}{\text{aandelenkoers}}$		
		< 90%	90-110%	> 110%
< 1 jaar	-	-	-	-
1-5 jaar	13	6	3	4
5 jaar	5	3	1	1
6-10 jaar	4	-	3	1
10 jaar	-	-	-	-
11-15 jaar	9*	1	5	2
15 jaar of >	19	2	7	10
	50*	12	19	18

* Van één fonds waren de aandelen twee maanden voor de emissie van de converteerbare obligatielening nog niet officieel genoteerd.

Volgens de SEO-studie[10]) vergroot een relatief langere conversieperiode de aantrekkelijkheid van de lening voor de obligatiehouders en kan een te korte termijn zelfs afschrikkend werken, hetgeen het slagen van de emissie onzekerder zal maken.

Uit bovenstaand overzicht blijkt dat er een bepaalde relatie schijnt te bestaan tussen de lengte van de conversieperiode en de relatieve hoogte van de conversiekoers. Leningen met een korte conversieperiode hebben naar verhouding vaker een relatief lage conversiekoers en leningen met een lange conversieperiode hebben naar verhouding vaker een relatief hoge conversiekoers. Bij een korte conversieperiode voorkomt een relatief lage conversiekoers dat aan het conversieprivilege geen waarde zou worden toegekend. Het behoeft geen verwondering te wekken dat in de periode 1960-1965 een verkorting van de conversieperiode gepaard ging met een verschuiving naar conversiekoersen, die belangrijk beneden de aandelenkoersen van twee maanden voor de emissie lagen. In de door ons beschouwde periode kan vanwege de langere conversieperioden een omgekeerde tendens worden verwacht. Inderdaad blijkt dat nog bij slechts 24% van het totale aantal emissies een deviatie van meer dan 10% *beneden* de aandelenkoers optreedt. Bij 39% ligt de conversiekoers tussen 90 en 110% van de aandelenkoers en bij 37% *boven* 110% van de aandelenkoers.

[10]) Zie noot 1, hoofdstuk 4.

1.2 FORMEEL EN MATERIEEL INITIATIEF TOT CONVERSIE

Door de technische veranderingen t.o.v. de vooroorlogse situatie m.b.t. de hoogte van de aandelenkoers, de vaststelling van de conversiekoers t.o.v. de aandelenkoers en de lengte van de conversieperiode is een belangrijk kader gevormd waardoor de omstandigheden kunnen ontstaan voor een reële uitoefening van het conversierecht.

Het initiatief tot de ruiltransactie ligt bij de houder van de obligatie. „Dit neemt niet weg", schrijft Wytzes, „dat in feite de onderneming de houders van de converteerbare obligaties door bepaalde maatregelen ertoe kan brengen tot de genoemde conversie over te gaan. Maar formeel althans berust het initiatief tot conversie steeds bij de houder van de obligatie"[11]). Materieel kan het initiatief tot conversie dus van de debitrice uitgaan. Wat is de zin van dit materiële initiatief van de debitrice? De zin hiervan is houders van de obligaties op het gewenste tijdstip van hun formele initiatiefrecht gebruik te doen maken. De houders van de converteerbare obligaties zullen namelijk slechts tot conversie besluiten indien de beurswaarde van de bij conversie in te leveren obligaties plus een eventuele bijbetaling tezamen een lagere waarde vertegenwoordigen dan de beurswaarde van de uit de conversietransactie te verkrijgen aandelen. (Wij abstraheren van rendementsoverwegingen.) De debitrice is hierdoor sterk afhankelijk van de koersvorming ter beurze. Teneinde deze afhankelijkheid te verminderen kan de debitrice een aantal instrumenten hanteren teneinde op het gewenste tijdstip de noodzakelijke voorwaarden te scheppen waaronder de houder van de obligatie tot conversie zal besluiten. De debitrice verkrijgt hierdoor een greep op de conversiepotentie. Haar financiële structuur en financiële beleid worden dan minder afhankelijk van de ontwikkeling van de koersen van haar aandelen en converteerbare obligaties ter beurze.

1.3 GROEI VAN HET INSTRUMENTARIUM

Het instrumentarium van de debitrice ter bevordering van de conversie heeft een bepaalde groei doorgemaakt. Bervoets onderkende in 1955 naast een vaste conversieregeling, waartegen gedurende de lange conversieperiode geconverteerd kan worden tegen een redelijk bereikbare conversiekoers de functie van twee instrumenten in een bepaalde volgorde:

1 De plicht van periodieke en het recht van vervroegde aflossing.
2 Het recht om een lagere conversiekoers vast te stellen voor de vervroegd of versterkt losbaar gestelde stukken tot het moment van betaalbaarstelling[12]).

Het instrument van de verlaging van de conversiekoers bij vervroegde of versterkte aflossing is bij de na-oorlogse converteerbare obligatieleningen in zwang gekomen. „Door deze laatst aangebrachte verfijning in de conversievoorwaarden heeft debitrice zich onafhankelijker weten te maken van de ontwikkeling in het verloop van de beurskoers". Aldus Bogaert[13]). Mocht

11) H. C. Wytzes, Ondernemingsfinanciering; theorie en politiek, Haarlem 1971, hoofdstuk 9.
12) Zie noot 4, blz. 162 en 163.
13) K. A. M. Bogaert, De recente modificatie in de conversietechniek der converteerbare obligatie, MAB november 1958, blz. 429 e.v.

dus ondanks voorzieningen bij de emissie (aandelenkoers flink boven pari, conversiekoers onder of in de buurt van de voor de emissie vigerende aandelenkoers en eventueel lange conversieperiode) de obligatiehouder niet vrijwillig converteren, dan is de debitrice toch in staat de lening in eigen vermogen te doen omzetten, zolang de aandelenkoers maar boven pari noteert.

Indien de aandelenkoers beneden pari noteert, kan de debitrice beide instrumenten - vervroegde aflossing en verlaging conversiekoers - voor dit doel niet hanteren. Conversie zal dan slechts plaatsvinden als gevolg van markttechnische oorzaken.

Voorbeeld: één obligatie van *f* 1000 + *f* 100 bijbetaling geeft recht op één aandeel van *f* 1000. De obligatie noteert *f* 750 en het aandeel *f* 980. Door aankoop van een obligatie en gelijktijdige verkoop van een aandeel kan men tijdens de conversieperiode een vermogenswinst realiseren. Het verkochte aandeel zal de verkoper kunnen leveren na eerst een conversietransactie te hebben verricht. Conversietransacties uit dezen hoofde zullen slechts voortgaan totdat onder de werking van het arbitragemechanisme de beurswaarde van de converteerbare obligatie gelijk is geworden aan haar conversiewaarde. De conversiewaarde is de waarde van de obligatie op basis van het conversierecht. In dit voorbeeld zou de conversiewaarde *f* 880 zijn[14]).

In een latere fase van de historische ontwikkeling van de converteerbare obligatie werd de toepasbaarheid van het instrument verlaging conversiekoers nog aanzienlijk verruimd doordat het recht van de debitrice om een lagere conversiekoers vast te stellen niet werd beperkt tot situaties van vervroegde of versterkte aflossing. De debitrice kan thans de conversiekoers tijdelijk of blijvend verlagen. De volgorde die uit Bervoets' weergave blijkt, behoeft dientengevolge niet meer noodzakelijkerwijze te worden aangehouden.

De na-oorlogse ontwikkeling m.b.t. de converteerbare obligatie vertoont dus twee belangrijke kenmerken:

1 De debitrices wensen over het algemeen omwisseling van de converteerbare obligaties in aandelen.
2 Er is geleidelijk een instrumentarium ontwikkeld om het onder 1 gestelde doel te bereiken en conversie op het door de debitrice gewenste tijdstip te realiseren.

1.4 ALGEMENE INTRODUCTIE ANTI-VERWATERINGSCLAUSULE

Er is echter naast de door Bervoets en Haccoû gesignaleerde ontwikkelingen met betrekking tot het veranderde economische karakter van de na-oorlogse converteerbare obligaties nog een belangrijke factor. Hierop heeft Diepen-

---

[14]) Wytzes stelt dan ook terecht: „Theoretisch kunnen wij zeggen dat de waarde van de converteerbare obligatie tenminste gelijk zal zijn aan de hoogste van conversiewaarde en waarde als gewone obligatie". Zie noot 11. Volledigheidshalve zij hier nog vermeld dat hoewel de obligatiehouder een aandeel verwerft tegen een prijs van *f* 850 (beneden pari) de conversie voor de onderneming tot een plaatsing á *f* 1100 boven pari leidt. Boekhoudkundig verwerkt de onderneming de conversie als volgt:

Converteerbare obligatielening	*f* 1000	
Kas	*f* 100	
Aan Aandelenvermogen		*f* 1000
Aan Agio		*f* 100

horst in een geheel ander verband gewezen[15]). Hij merkt op: „In het emissieprospectus van de na de tweede wereldoorlog geëmitteerde converteerbare obligatieleningen treft men steeds weer een bepaalde clausule aan, die weliswaar geen novum vormt omdat ze ook bij vroegere leningsvoorwaarden incidenteel werd opgenomen, maar die thans wel als „conditio sine qua non" beschouwd schijnt te worden". Diepenhorst doelt op de anti-verwateringsclausule (a.v.c.) welke de obligatiehouders moet beschermen tegen aantasting van de waarde van hun conversierecht in het geval debitrice overgaat tot uitgifte van aandelen met voorkeursrecht voor de bestaande aandeelhouders en verstrekking van bonussen of stockdividenden.

De a.v.c. in de trustakte moet waarborgen dat de conversiekoers wordt aangepast, d.w.z. dat de obligatiehouders schadeloos worden gesteld voor de optredende kapitaalverwatering.

Hoewel Bervoets en Haccoû de a.v.c. niet noemen als aanwijzing dat het economische karakter van de converteerbare obligatie is gewijzigd, menen wij toch dat deze clausule in de leningsvoorwaarden is opgenomen juist omdat debitrices van na-oorlogse leningen over het algemeen conversie wensen. Het is evenzeer een instrument om conversie te bevorderen als verlaging van de conversiekoers al of niet gepaard gaande met aflosbaarstelling van de obligatie en aflosbaarstelling zonder conversiekoersverlaging. Het ontbreken van de clausule, zoals bij de meeste vooroorlogse converteerbare obligatieleningen, zou conversie immers kunnen belemmeren. Wij moeten dan ook vaststellen dat de algemene introductie van de a.v.c. mede een symptoom is van de wijziging van het economische karakter van de converteerbare obligatie.

2 Betekenis en evolutie anti-verwateringsclausule

2.0 VERPLICHTE OF ONVERPLICHTE VERLAGING CONVERSIEKOERS

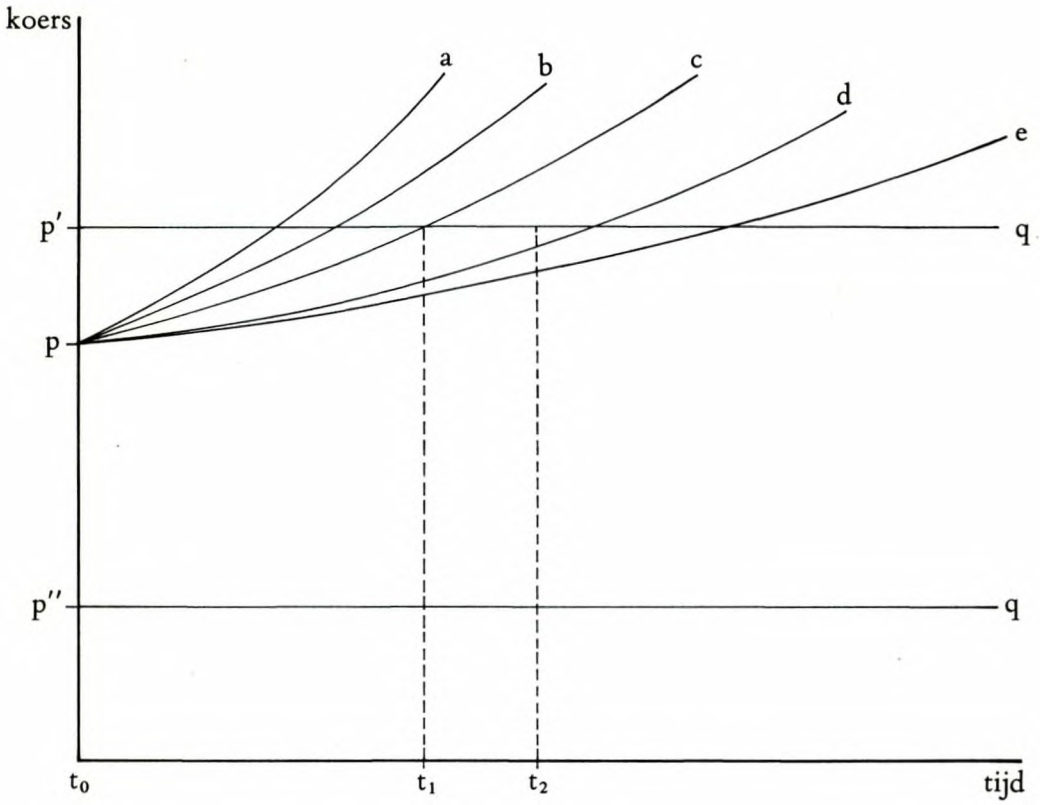
De bevoegdheid van de debitrice om de conversiekoers te verlagen kan natuurlijk als een substituut van de a.v.c. worden beschouwd. Maar het is dan wel een surrogaat. De verlaging van de conversiekoers krachtens de a.v.c. is een contractuele verplichting, terwijl de verlaging van de conversiekoers niet krachtens de a.v.c. onverplicht is, waarbij de grootte van de verlaging eenzijdig en opportunistisch wordt vastgesteld. De bedoeling van de onverplichte verlaging van de conversiekoers is slechts de conversiekoers onder de aandelenkoers te brengen teneinde de obligatiehouders tot conversie aan te zetten. De omvang van de verlaging behoeft geen enkele relatie te hebben met de eventueel opgetreden kapitaalverwatering.

De aanwezigheid van een a.v.c. daarentegen is een intentieverklaring van de debitrice. De houder van converteerbare obligaties kan hieruit opmaken dat debitrice de conversiemogelijkheid niet in gevaar wil brengen door kapitaalverwatering.

[15]) A. I. Diepenhorst, Herziening van conversiekoersen bij voorkeursemissies, MAB juli 1955, blz. 293 e.v.

2.1 BEELDVORMING

Een niet-geplande verlaging van de conversiekoers buiten de a.v.c. om kan de indruk wekken dat de ondernemingsleiding ten tijde van de emissie de toekomstige ontwikkeling verkeerd heeft beoordeeld of dat zij haar doelstellingen niet heeft kunnen realiseren of dat zij de voorwaarden van de lening te krap heeft gesteld, als gevolg waarvan de aandelenkoers de conversiekoers niet overtreft. Figuur 1 moge dat toelichten.



Figuur 1

Voor de emissie moet de emitterende ondernemingsleiding zich een beeld hebben gevormd van het te verwachten koersverloop van het aandeel. De lijn p'q geeft de hoogte van de conversiekoers weer en p''q de pariwaarde. Op t_0 ten tijde van de emissie der converteerbare obligaties is de aandelenkoers p. De curven pa, pb, pc, pd en pe geven het mogelijke verloop van de aandelenkoers in de tijd weer.

Stel dat de ondernemingsleiding het verloop pc verwacht en daarop de conversiekoers afstemt. Indien nu het feitelijk verloop van de aandelenkoers pd of pe is, dan is de aanvankelijke conversiekoers te hoog vastgesteld om conversie vanaf t_1 mogelijk te maken.

m a b blz. 402

Indien de conversieperiode op t_2 eindigt zal de onderneming noodgedwongen van de bevoegdheid om de conversiekoers te verlagen gebruik moeten maken, aannemende dat zij conversie wenst.

2.2 OUDE ANTI-VERWATERINGSCLAUSULE

De aanpassing van de conversiekoers krachtens de a.v.c. geschiedde bij de na-oorlogse leningen aanvankelijk met behulp van de volgende formule:

$$\frac{(A \times c_1) + (\Delta A \times q)}{(A + \Delta A)} = c_2 \qquad (I)$$

A = het voor de uitgifte uitstaande nominale aandelenvermogen
ΔA = het nominale bedrag van het uit te geven aandelenvermogen
q = koers van uitgifte; $q = 0$ bij uitgifte van bonusaandelen en $q = 100$ bij dividenduitkering in de vorm van aandelen
c_1 = de voor de uitgifte-aankondiging vigerende conversiekoers
c_2 = nieuwe conversiekoers.

Diepenhorst heeft de impliciete vooronderstellingen van deze formule blootgelegd en aangetoond dat de volledige compensatie voor obligatiehouders niet altijd wordt gerealiseerd, omdat in de realiteit niet aan alle voorwaarden zal zijn voldaan[15]). Het voert ons te ver om op de veronderstellingen van de oude formule in te gaan. Verwezen moge worden naar het artikel van Diepenhorst. Het gaat er hier slechts om vast te stellen dat de conversiekoers niet altijd voldoende werd verlaagd om optredende kapitaalverwatering te vergoeden.

Uit een beperkt empirisch onderzoek van Bouma en Mulder bleek dat de toepassing van de door Diepenhorst bekritiseerde formule in het geval van voorkeursemissies van aandelen de obligatiehouders niet had benadeeld bij de uitoefening van hun conversierecht[16]).

Desondanks verschijnt in de trustakten sinds 1968 algemeen een nieuwe a.v.c. van Engelse herkomst, welke een perfectionering van de verwateringscompensatie inhoudt. De oude formule was dikwijls in de financiële pers bekritiseerd, omdat in situaties waarbij de aandelenkoers > conversiekoers de kapitaalverwatering niet volledig zou worden vergoed. De nieuwe formule berust overigens niet op de door Diepenhorst bepleite berekeningswijze.

2.3 NIEUWE ANTI-VERWATERINGSCLAUSULE

De nieuwe conversiekoers wordt met behulp van de nieuwe formule - hierna aan te duiden als de Engelse a.v.c. (of formule II) als volgt berekend:

---

15) A. I. Diepenhorst, Herziening van conversiekoersen bij voorkeursemissies, MAB juli 1955, blz. 293 e.v. Zie in dit verband ook het empirische onderzoek van H. G. Eijgenhuijsen en G. Rietkerk met medewerking van W. Boomsma, Theorie en werkelijkheid bij emissies van aandelen met recht van voorkeur, MAB juli 1972, blz. 281 e.v.

16) J. L. Bouma en J. G. Mulder, Herziening van conversiekoersen MAB oktober 1963, blz. 374 e.v.

$$\frac{(A \times p) + (\Delta A \times q)}{(A + \Delta A) \times p} \times c_1 = c_2, \qquad \text{(II)}$$

waarbij p = aandelenkoers voor de uitgifte-aankondiging[17]).

Deze formule wordt toegepast indien debitrice overgaat tot uitgifte van aandelen tegen een koers < p.

2.4 VERSCHIL OUDE EN NIEUWE FORMULE

De uitkomst van de nieuwe formule verschilt van de oude in het geval van toepassing in verband met emissies van aandelen beneden de beurskoers en uitreiking van stockdividenden. Bij de verstrekking van bonusaandelen leiden de formules I en II tot dezelfde compensatie[18]).

In situaties waarbij $p > c_1$ geeft formule I minder compensatie. Formule II verlaagt de emissiekoers van aandelen door middel van conversie te plaatsen meer dan formule I. De grotere verlaging is eigenlijk overbodig - mits p ter beurze als reactie op de uitgifte niet daalt beneden c_2 - indien en voorzover men slechts de effectieve conversiemogelijkheid voor de obligatiehouders wil handhaven.

Is $p < c_1$ dan zal formule II de obligatiehouders minder compensatie bieden. Formule I verlaagt in deze situatie de conversiekoers op grond van de a.v.c. extra, hetgeen zowel de obligatiehouders als de debitrice die conversie nastreeft, zullen appreciëren. Formule I verleent dan een zekere overcompensatie, die de conversiemogelijkheid voor de toekomst vergroot, aldus Diepenhorst[19]). Hij vervolgt: „Inderdaad is zo een correctie van een indertijd te hoog gestelde conversiekoers mogelijk". Formule II ontneemt de ondernemingsleiding derhalve een instrument tot geruisloze extra verlaging van de conversiekoers en kan haar eerder in de positie brengen dat zij haar bevoegdheid tot het verlagen van de conversiekoers buiten een a.v.c. om zal moeten uitoefenen.

Wij concluderen dat de nieuwe Engelse a.v.c. (II) de flexibiliteit van de debitrice bij de bevordering van de conversie vermindert indien $p < c_1$ en dat dit eigenlijk onlogisch is in het kader van de na-oorlogse evolutie van de converteerbare obligatie.

In situaties waarin de beleggers ten tijde van de emissie minder gunstige verwachtingen omtrent de winstontwikkeling koesteren dan de ondernemingsleiding zal de leiding de uitgifte van converteerbare obligaties kunnen prefereren boven aandelen in de hoop de aandelen later d.m.v. conversie tegen een hogere koers te kunnen plaatsen dan bij een rechtstreekse aandelenemissie mogelijk zou zijn. Teneinde het conversieprivilege niet uit te hollen zal men bij een niet te lange conversieperiode de conversiekoers niet

---

17) p wordt dikwijls berekend als het gemiddelde van het per elk van de 20 beursdagen voorafgaande aan de dag van uitgifte-aankondiging vast te stellen gemiddelde van de hoogste en laagste aandelenkoers.

18) Siert E. de Jong en Frans M. Tempelaar, Anti-verwateringsclausules bij converteerbare obligatieleningen, enkele opmerkingen over - en naar aanleiding van - een nieuwe formule, Maandblad voor Bedrijfsadministratie en -Organisatie, augustus 1970, blz. 353 e.v.

19) Zie noot 15, blz. 297.

relatief hoog kunnen fixeren[20]). Blijkt na verloop van tijd dat de verwachtingen van de leiding juist zijn geweest, dan biedt de toepassing van formule I het voordeel dat een politiek van stockdividenden de verwateringscompensatie voor de obligatiehouders beperkt, indien althans $p > c_1$ zonder dat de conversiemogelijkheid in gevaar behoeft te komen. De leiding bedingt alsnog een naar verhouding hogere emissieprijs dan bij toepassing van formule II.

3 Variant Nutricia-regeling

3.0 GEGEVENS

Recentelijk is een variant op de Engelse a.v.c. geschapen, die tezamen met een andere leningsvoorwaarde het verlies aan flexibiliteit bij toepassing van formule II voor de debitrice ongedaan kan maken. Het betreft een creatie van de N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia te Zoetermeer, welke werd toegepast bij een begin 1972 geëmitteerde converteerbare obligatielening.

Wij zullen hier dieper op deze nouveauté ingaan, omdat de bijzondere voorwaarden van de converteerbare lening Nutricia een verdere verfijning inhouden van het instrumentarium om de conversiepotentie onder controle te houden en voorts omdat herhaling van de Nutricia-creatie in de toekomst niet uitgesloten moet worden geacht.

Volgens de trustakte zal Nutricia de conversieprijs niet aanpassen voor stockdividenden van ƒ 1,– of minder[21]). Bedraagt het stockdividend meer dan ƒ 1,– dan zal alléén voor het meerdere de conversieprijs worden aangepast. Er kan dus voor de houders van converteerbare obligaties Nutricia kapitaalverwatering optreden zonder de verkrijging van een compensatie op grond van de a.v.c.

De genoemde conditie kan echter niet los gezien worden van een andere leningsvoorwaarde, namelijk dat de conversieprijs in de periode 1-1-1974 t/m 1-1-1983 elk jaar met ƒ 2,– wordt verlaagd. In het emissieprospectus staat hierover namelijk dat de „. . . automatische verlaging van de conversieprijs meer zekerheid aan de houders van obligaties biedt dat conversie op langere termijn aantrekkelijk wordt, dan zou voortvloeien uit de gebruikelijke compensatie voor kapitaalsuitbreiding als gevolg van de uitkering van stockdividenden".

Behoudens bovengenoemde uitzondering is de a.v.c. in de trustakte van Nutricia volgens de Engelse traditie (formule II). De conversieprijs wordt uitsluitend met obligaties betaald, óók na verlaging van de conversieprijs. We

---

[20]) Het vaststellen van de hoogte van de conversiekoers is een moeilijke zaak. Levy en Sarnat noemen het fixeren van de conversieprijs dan ook een „tricky business". De conversiekoers moet bijvoorbeeld niet zo hoog worden gesteld dat aan de aanwezigheid van het conversieprivilege geen praktische waarde wordt toegekend en dus geen invloed meer uitoefent op de rendementseis van de obligatiehouder. Levy en Sarnat vermelden verder dat de onderneming bij een hoge conversiekoers aan flexibiliteit in de financiering inboet, omdat de conversie langer op zich zal laten wachten naarmate de conversiekoers hoger is; de uitgifte van nieuwe convertibles en zelfs van gewone obligaties wordt er door bemoeilijkt. (Haim Levy en Marshall Sarnat, Investment and portfolio analysis, New York 1972.)

[21]) Emissieprospectus N.V. Verenigde Bedrijven Nutricia te Zoetermeer. De aandelen hebben een nominale waarde van ƒ 20,–, zodat ƒ 1,– stockdividend overeenkomt met 5%.

hebben dus om met Wagenaar te spreken de Engelse usantie en de Engelse a.v.c.[22])

De conversieprijs van Nutricia begon betrekkelijk hoog op ƒ 88,– op 1 juli 1972 (35% boven de aandelenkoers van 2 maanden voor de emissie) en daalt dan automatisch met ƒ 2,– per jaar totdat zij op 1-1-1983 ƒ 68 bedraagt, afgezien van andere aanpassingen wegens bonussen, emissies van aandelen beneden de beurskoers of stockdividenden > ƒ 1. De conversieperiode is zeer lang: bijna 20 jaar.

3.1 VERSCHIL MET FORMULE II

Welke verschillen met de sedert 1968 toegepaste zuivere Engelse a.v.c. treden bij deze nouveauté op? Wij richten onze aandacht hierbij vooral op de invloed welke debitrice vermag uit te oefenen op de conversiepotentie.

Wij veronderstellen eerst dat Nutricia de politiek van ƒ 1 stockdividend per jaar, welke zij sinds 1966 volgt, zal voortzetten alsmede dat geen verlagingen van de conversiekoers tot standkomen op grond van de a.v.c.

Eerst enige voorbeelden:

Vb. 1: Stel aandelenkoers p = ƒ 140 en conversiekoers c_1 = ƒ 88. Na aankondiging van ƒ 1 stockdividend uit de jaarwinst zou de nieuwe conversiekoers c_2' volgens de Engelse a.v.c. bedragen

$$\frac{(f\ 20 \times f\ 140) + (f\ 1 \times f\ 20)}{(f\ 20 + f\ 1) \times f\ 140} \times f\ 88 = f\ 84{,}40$$

Vb. 2: Stel p = ƒ 38,30 en c_1 = ƒ 88. Na aankondiging van ƒ 1 stockdividend uit de jaarwinst zou c_2' volgens de Engelse a.v.c. bedragen

$$\frac{(f\ 20 \times f\ 38{,}30) + (f\ 1 \times f\ 20)}{(f\ 20 + f\ 1) \times f\ 38{,}30} \times f\ 88 = f\ 86$$

In het eerste voorbeeld zou de conversieprijs verlaagd zijn met ƒ 3,60 en in het tweede voorbeeld met ƒ 2,–. De divergentie is bij de Engelse a.v.c. uitsluitend een gevolg van de hoogte van p.

Volgens de Nutricia-regeling vindt geen aanpassing op grond van de a.v.c. plaats, maar wordt in beide gevallen de conversieprijs gedurende 10 jaar elk jaar automatisch met ƒ 2 verlaagd.

Het zal direkt duidelijk zijn dat de Nutricia-modificatie voor de beleggers vooral interessant is bij lage aandelenkoersen, d.w.z. beneden een bepaald hierna aan te geven niveau. Bij een vigerende conversiekoers van ƒ 88 en een aandelenkoers < ƒ 38,30, geeft de Nutricia-regeling een grotere compensatie dan de ongemodificeerde Engelse a.v.c. Bij hogere aandelenkoersen ontvangen de obligatiehouders minder compensatie.

De in onbruik geraakte a.v.c. (formule I) had soortgelijke consequenties, alleen met dit verschil dat de verwateringscompensatie in de Nutricia-constructie al wordt beperkt bij aandelenkoersen, die onder de conversiekoers liggen.

Dit verschil wordt naarmate de conversiekoers volgens het automatisme verder daalt geleidelijk kleiner.

[22]) K. Wagenaar, De converteerbare obligatielening en de anti-verwateringsclausule, Maandblad voor Bedrijfsadministratie en -Organisatie, oktober 1970, blz. 477.

Vb. 3: Stel conversiekoers is volgens het automatisme met 9 × ƒ 2 verlaagd tot ƒ 70. Bij welke aandelenkoers begint dan de afremming van de verwateringscompensatie volgens de Nutricia-regeling? Stel aandelenkoers is p en los op

$$\frac{(\text{ƒ } 20 \times p) + (\text{ƒ } 1 \times \text{ƒ } 20)}{(\text{ƒ } 20 + \text{ƒ } 1) \times p} \times \text{ƒ } 70 = \text{ƒ } 68$$

p = ƒ 50

p is ook nu nog $< c_2'$ doch ligt er minder ver vanaf dan wanneer $c_1 = 88$, zoals in vb. 2.

Het verschil t.o.v. formule I wordt kleiner naarmate de automatische verlaging van de conversiekoers voortschrijdt. Bij formule I trad de afremming pas op wanneer $p = c_1$.

Indien de aandelenkoers tegen de zin van de debitrice onder de conversiekoers blijft hangen, kan zij de uitkering van stockdividend achterwege laten of eventueel een stockdividend geven, dat mogelijk resulteert in een kleinere beurskoersdaling dan overeenkomt met de automatische verlaging van de conversieprijs.

De passage in het emissieprospectus dat de automatische verlaging van de conversieprijs meer zekerheid biedt dat conversie op langere termijn aantrekkelijker wordt etc., moet derhalve berusten op de vooronderstelling dat debitrice haar stockdividendpolitiek wil afstemmen op de bevordering van conversie.

In voorbeeld 2 is berekend dat bij c_1 = ƒ 88 het break-evenpunt ligt bij p = ƒ38,30. Het break-evenpunt duidt de aandelenkoers aan waarbij de Nutricia-regeling dezelfde verlaging van de conversieprijs geeft als de ongemodificeerde Engelse a.v.c. bij een stockdividend van ƒ 1 per aandeel van ƒ 20,—.

In voorbeeld 3 berekenden we dat het break-evenpunt bij c_1 = ƒ 70 ligt bij p = ƒ 50. Zo kunnen wij voor elke vigerende conversiekoers en een bepaalde automatische verlaging het break-evenpunt vinden.

In fig. 2 zijn de conversiekoersverlagingen, die bij elke aandelenkoers onder verschillende vigerende conversiekoersen optreden, voor beide methoden aangegeven[2 3]).

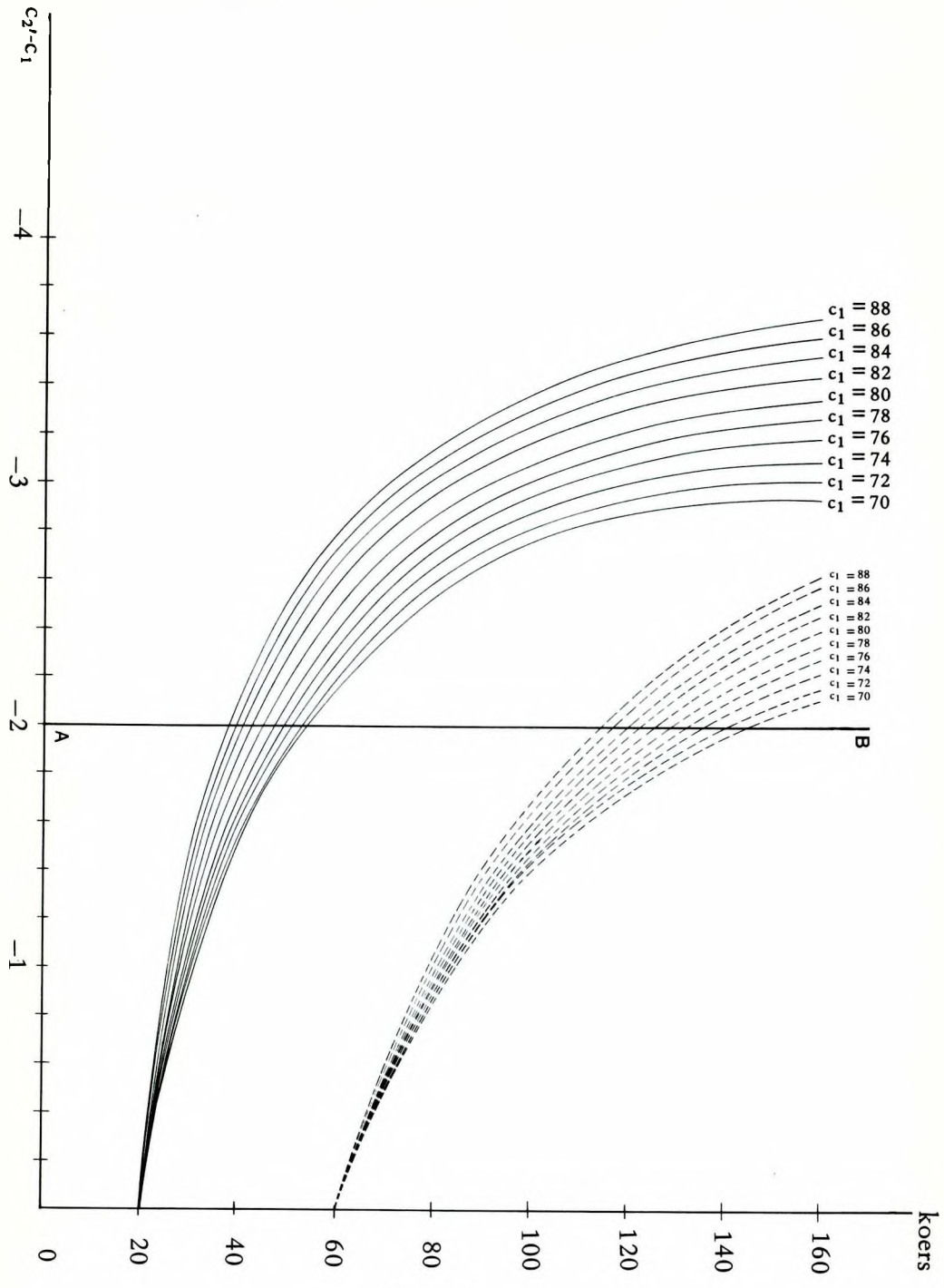
Op de horizontale as staat de verlaging van de conversiekoers, $c_2'-c_1$. Op de verticale as staan de aandelenkoersen. De verticale lijn AB geeft de automatische verlaging van de conversiekoers krachtens de Nutricia-regeling. De getrokken krommen geven de conversiekoersverlaging krachtens de Engelse a.v.c. (form. II) in het geval ƒ 1 stockdividend per aandeel van ƒ 20 wordt gegeven. Deze krommen beginnen bij een aandelenkoers van ƒ 20 (= nominale waarde) aangezien een stockdividend bij aandelenkoersen beneden pari niet waarschijnlijk is. De snijpunten van de verticale AB met de getrokken krommen geven de break-evenpunten aan.

Indien p hoger is dan p welke behoort bij het desbetreffende break-even-

---

23) Veel dank ben ik verschuldigd aan de heer A. Klaassen, die ligging en verloop van de curven in de figuren 2 en 3 alsmede de break-evenpunten voor mij met behulp van een computer heeft bepaald.

Verlaging conversiekoers



Figuur 2

m a b blz. 408

punt, geeft formule II een grotere verlaging van de conversiekoers dan de Nutricia-regeling. Indien p kleiner is dan die welke behoort bij het break-evenpunt verlaagt de Nutricia-regeling de conversieprijs extra.

Iets gecompliceerder wordt de zaak wanneer keuzedividenden worden aangekondigd, waarbij de contante uitkering groter is dan de nominale waarde van de uit te reiken aandelen. De beurswaarde van het stockdividend is dan vrijwel altijd hoger dan de contante uitkering (ook indien met de invloed van de heffing van inkomstenbelasting rekening wordt gehouden), zodat aandeelhouders het stockdividend prefereren boven het contante dividend.

Beschouwen we, zoals Bervoets[24]) doet de betaalbaarstelling van een stockdividend als een combinatie van twee handelingen, nl. de betaalbaarstelling van een dividenduitkering, die gepaard gaat met een emissie van aandelen, uitsluitend voor aandeelhouders, dan is een stockdividend, waarbij het nominale bedrag van de uit te reiken aandelen lager is dan de plaatsmakende contante uitkering een emissie van aandelen boven pari. In de anti-verwateringsclausule van Nutricia wordt een stockdividend ook als zodanig behandeld.

Een voorbeeld ter verduidelijking. Stel Nutricia biedt aandeelhouders de keuze tussen *f* 3 contant dividend en *f* 1 in aandelen. In dit geval is q = *f* 60 per aandeel van *f* 20, daar de emissiekoers 300% is.

Uit correspondentie met Nutricia is ons gebleken dat debitrice geen onderscheid maakt tussen een stockdividend welke gepaard gaat met een aandelenemissie à pari of een stockdividend welke een emissie boven pari inhoudt. In beide gevallen redeneert zij: voor maximaal *f* 1 stockdividend wordt de conversieprijs niet aangepast.

Welke consequenties dit heeft voor de verlaging van de conversiekoers in geval van een keuzedividend - *f* 3 in contanten of *f* 1 in aandelen - blijkt ook uit figuur 2. De onderbroken krommen geven de verwateringscompensatie krachtens formule II bij verschillende conversiekoersen.

De krommen beginnen in dit voorbeeld bij p = *f* 60, omdat de aandelenkoers tenminste gelijk zal zijn aan de emissiekoers of hoger. Aan het belastingaspect gaan wij hier voorbij.

Ook nu kunnen wij weer zien bij welke aandelenkoersen de Nutricia-regeling in de periode waarin de automatische verlaging van de conversiekoers plaatsvindt een grotere conversiekoersverlaging geeft dan formule II, nl. bij aandelenkoersen, die gelegen zijn onder die bij de respectievelijke break-evenpunten. Ligt p boven deze niveau's dan is de conversiekoersverlaging volgens de Nutricia-regeling kleiner.

De break-evenpunten worden gevonden met behulp van de formule:

$$\frac{(f\ 20 \times p) + (f\ 1 \times f\ 60)}{(f\ 20 + f\ 1) \times p} \times c_1 = c_2'$$

Hierbij is $c_2' = c_1 - f\ 2$ en neemt c_1 de resp. waarden *f* 88, *f* 86, *f* 84, *f* 82, *f* 80, *f* 78, *f* 76, *f* 74, *f* 72, *f* 70 aan.

Na de periode van automatische verlaging van de conversiekoers valt de

[24]) K. Bervoets, Bonusaandelen en stockdividenden, diss. 1954, blz. 119.

verticale AB samen met de verticale as. De Nutricia-regeling geeft dan bij stockdividenden $\leq f\ 1$ per aandeel van $f\ 20$ per aandeel helemaal geen verwateringscompensatie.

Men kan zulke figuren op dezelfde wijze construeren voor stockdividenden $< f\ 1$ per aandeel van $f\ 20$ en voor elke emissiekoers in het geval van een z.g. keuzedividend.

Ter illustratie geeft figuur 3 de verwateringscompensatie krachtens formule II (getrokken krommen) en de verwateringscompensatie krachtens de Nutricia-regeling (onderbroken krommen) voor een keuzedividend van $f\ 6$ in contanten of $f\ 2$ in aandelen gedurende de periode waarin de automatische conversieprijsverlaging van $f\ 2$ per jaar plaatsvindt.

Indien de periode met de automatische verlagingen is afgelopen, zal in figuur 3 de Nutricia-regeling steeds $f\ 2$ minder compensatie bieden dan de onderbroken lijnen aangeven. De break-evenpunten verschuiven dan naar rechts.

Een voorbeeld moge dit verduidelijken. Stel $c_1 = f\ 88$ en $p = f\ 120$. Formule II reduceert de conversieprijs tot

$$\frac{(f\ 20 \times f\ 120) + (f\ 2 \times 60)}{(f\ 20 + f\ 2) \times f\ 120} \times f\ 88 = f\ 84$$

De Nutricia-regeling geeft

$$\frac{(f\ 20 \times f\ 120) + (f\ 1 \times f\ 60)}{(f\ 20 + f\ 1) \times f\ 120} \times f\ 88 = f\ 85{,}90$$

Indien het keuzedividend plaatsvindt in een jaar waarin de automatische verlaging van de conversieprijs plaatsvindt, dan wordt de conversieprijs in dat jaar met $f\ 2$ extra verlaagd tot $f\ 83{,}90$. In dat geval geeft de Nutricia-regeling een totale conversiekoersverlaging van $f\ 4{,}10$ en anders slechts $f\ 2{,}10$.

De break-evenpunten zijn in fig. 3 gevonden met de formule

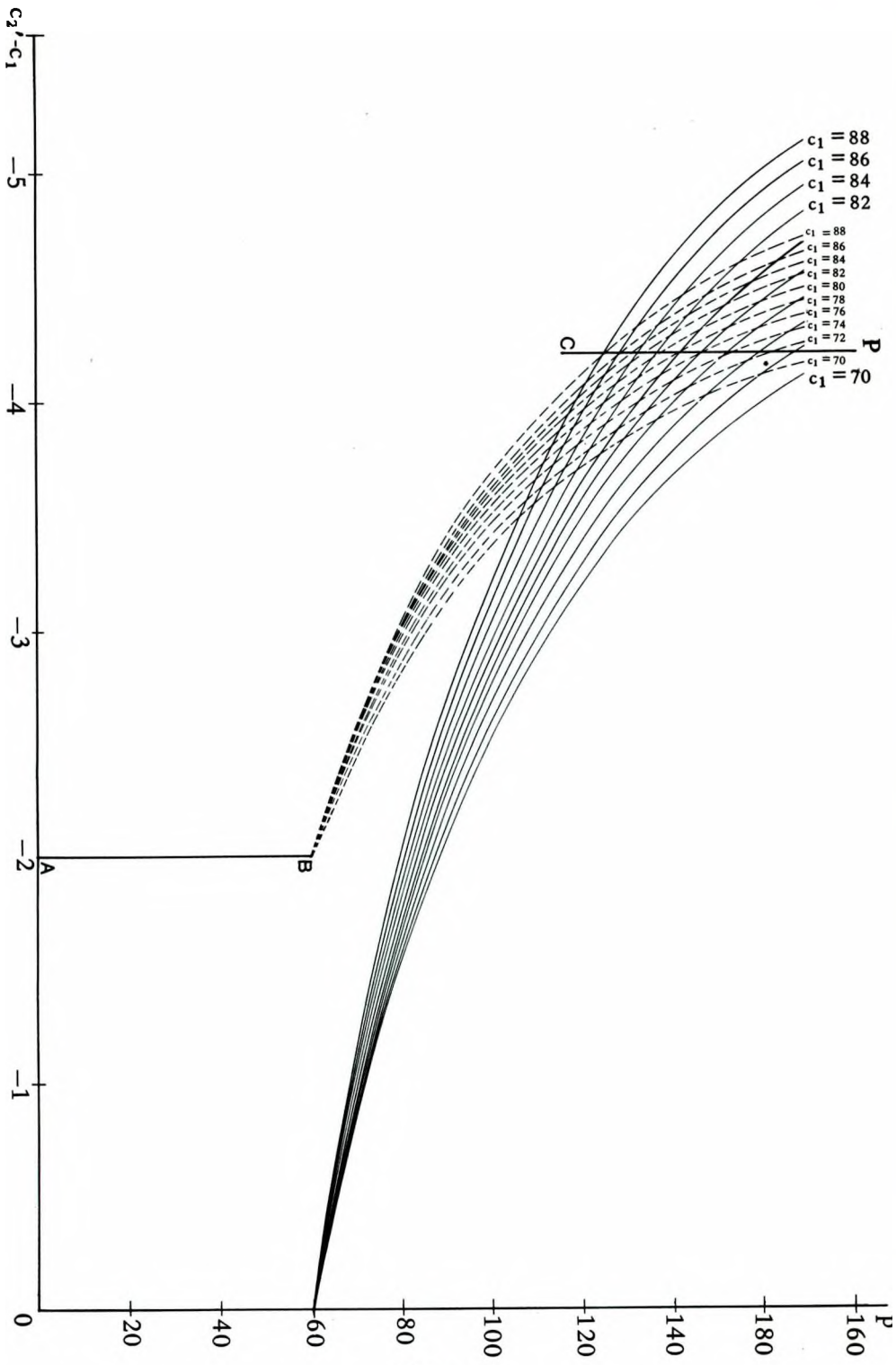
Engelse a.v.c. = *Nutricia-regeling*

$$\frac{(f\ 20 \times p) + (f\ 2 \times f\ 60)}{(f\ 20 + f\ 2) \times p} \times c_1 = -f\ 2 + \left[\frac{(f\ 20 \times p) + (f\ 1 \times f\ 60)}{(f\ 20 + f\ 1) \times p} \times c_1\right]$$

De break-evenpunten liggen op de lijn CD in perioden waarin de automatische verlaging van de conversiekoers van kracht is.

3.2 POSITIE HOUDERS VAN CONVERTEERBARE OBLIGATIES EN DEBITRICE

De debitrice kan uit de figuren zich een beeld vormen welke dividendpolitiek (stockdividend en keuzedividend) zij moet voeren om de conversie hetzij te bevorderen, hetzij af te houden. Dit laatste kan bijv. het geval zijn als de debitrice het kostenvoordeel van de financiering met converteerbare obligaties nog niet wil prijsgeven. Bij aandelenkoersen welke lager liggen dan de aandelenkoersen ter hoogte van de resp. break-evenpunten is het instrument van de automatische verlaging van de conversieprijs een middel om de houder


$c_2'-c_1$
−5
−4
−3
−2
−1
0
20
40
60
80
100
120
140
180
160
p
A
B
C
P
$c_1 = 88$
$c_1 = 86$
$c_1 = 84$
$c_1 = 82$
$c_1 = 80$
$c_1 = 78$
$c_1 = 76$
$c_1 = 74$
$c_1 = 72$
$c_1 = 70$

Figuur 3

van converteerbare obligaties tot wachten te stimuleren. Aan de andere kant kan de debitrice bij een aandelenkoers hoger dan p bij het desbetreffende break-evenpunt met behulp van stockdividenden en keuzedividenden conversie aanmoedigen. De Nutricia-regeling veroorzaakt dat in deze situatie het aantal aandelen waarop houders van converteerbare obligaties recht hebben lager uitvalt dan bij toepassing van de Engelse a.v.c. voor stockdividenden. Dit kan ook als volgt worden aangetoond:

Stel:

A = aandelenvermogen
ΔA = aangroeiing aandelenvermogen door stockdividend
p = aandelenkoers
q = emissiekoers aandelen uit stockdividend
C = nominale bedrag conv. obligatielening
c_1 = conversiekoers vóór aankondiging stockdividend
c_2' = conversiekoers na aankondiging stockdividend berekend met formule II
c_2'' = conversiekoers na aankondiging stockdividend volgens Nutricia-regeling

Op grond van formule II is het aantal aandelen waarop houders van converteerbare obligaties recht hebben als volgt te berekenen:

$$\frac{C}{\frac{Ap + \Delta Aq}{Ap + \Delta Ap} \times c_1} = A'$$

Aangezien: $\frac{Ap + \Delta Aq}{Ap + \Delta Ap} \times c_1 = c_2'$, kunnen wij ook schrijven $\frac{C}{c_2'} = A'$

Volgens de Nutricia-regeling is het aantal aandelen waarop obligatiehouders recht hebben $\frac{C}{c_2''} = A''$.

Onder de aangenomen veronderstelling is $c_2' < c_2''$, zodat $A' > A''$.

Het is in Nederland niet ongebruikelijk slechts dan tot uitkering van stockdividend over te gaan indien de verwachting bestaat over het vergrote aandelenvermogen het dividend per aandeel te kunnen handhaven. Een stockdividend is in deze opvatting dan ook een goed bericht en dit kan tengevolge hebben dat de beurskoers niet of minder dan evenredig met de kapitaalverwatering daalt. Voor de obligatiehouders kan dit betekenen dat de conversiepotentie niet wordt aangetast. Het nadeel van de kapitaalverwatering wordt in de ogen van de obligatiehouders in zo'n toestand perspectivisch verkleind.

De perspectivische verkleining van het verwateringseffect opent voor de debitrice de mogelijkheid om de verwateringscompensatie boven de break-evenpunten te mitigeren t.o.v. de zuivere Engelse a.v.c. Welk belang heeft de debitrice erbij om de verwateringscompensatie te beperken?

Indien de leiding de groei van de onderneming met interne middelen wil financieren, kan de noodzaak bestaan een politiek van winstinhoudingen te voeren en daarnaast contante dividenduitkeringen zo mogelijk te vervangen door stockdividenden. Door de toepassing van de Nutricia-constructie wordt, als p boven het break-evenpunt ligt, de emissiekoers van de aandelen voort-

komend uit conversie relatief gunstiger voor de debitrice. Het gevolg is dat naar verhouding een lagere toekomstige dividendlast bij gelijkblijvend dividend per aandeel in het post-conversie tijdvak wordt verkregen, daar $A'' < A'$. Indien A'' aandelen uit algehele conversie voortkomen is de winst per aandeel in het post-conversie tijdvak hoger dan indien A' aandelen door conversie hun weg naar de beleggers vinden. Bij handhaving van hetzelfde dividend per aandeel zal in het eerstgenoemde geval meer winst in het bedrijf kunnen worden gehouden dan in het tweede geval. Het zal ook gemakkelijker zijn het dividend te verhogen wanneer de winst per aandeel hoger is. Dit is uit een oogpunt van financiële marketing een gewichtige zaak.

Bij aandelenkoersen ver boven de break-evenpunten wordt de obligatiehouder vergeleken met de zuivere Engelse a.v.c. (flink) beknot in zijn verwateringscompensatie bij toepassing van de Nutricia-regeling indien de debitrice stockdividenden declareert. Indien de obligatiehouder een continuering van de gunstige gang van zaken in de onderneming verwacht alsmede voortzetting van de stockdividendenpolitiek, zal hij door spoedige conversie een groter deel van het aandelenvermogen verwerven en daarmee een groter deel van de toekomstige winsten dan bij conversie op latere tijdstippen. Prefereert hij desondanks het aanhouden van de obligatie omdat in zijn preferentieschema de beperkte conversiekoersverlaging gepaard gaande met handhaving van de conversiemogelijkheid tezamen met de risicobescherming, die de converteerbare obligatie biedt, en de kans op koerswinst, een hogere waardering geniet dan de verkleining van zijn potentiële participatie in het aandelenvermogen en de toekomstige winsten tezamen met een groter risico, dan geschiedt hem geen onrecht. Volenti non fit injuria!

De debitrice, die de preferenties van de vermogensverstrekkers analyseert en onderkent, zal gemakkelijker een beleid kunnen voeren waarin de bevrediging van de eigen behoeften zo goed mogelijk aansluit bij de preferenties van de beleggers.

3.3 HOGE CONVERSIEKOERS

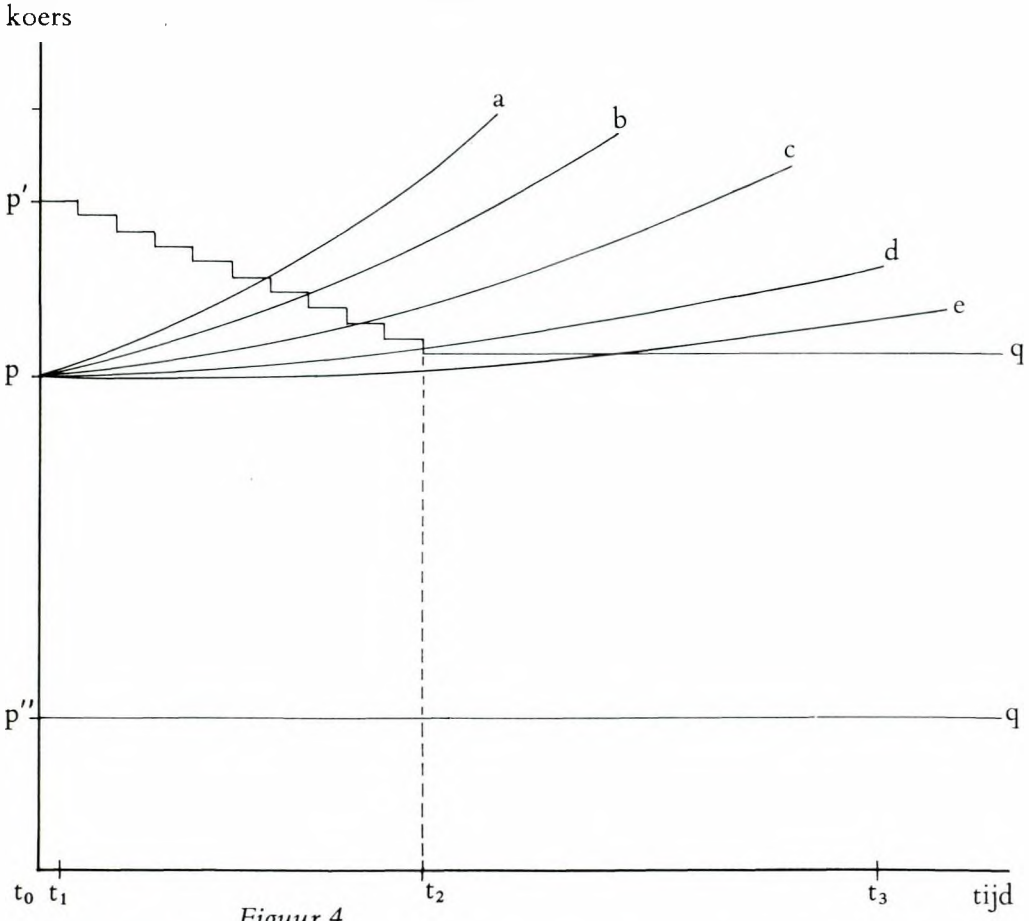
In 1.1 merkten wij op dat er een bepaalde relatie blijkt te bestaan tussen hoogte conversiekoers en lengte conversieperiode. Wytzes wijst op nog een andere relatie, nl. die tussen hoogte conversiekoers en hoogte rentevergoeding. Aan het conversieprivilege zal over het algemeen een hogere waarde worden toegekend naarmate de conversiekoers lager is gesteld. Naarmate aan het conversieprivilege meer waarde wordt gehecht zal de uitgevende instelling met een lagere rentevergoeding dan de marktrente kunnen volstaan. Een met de marktrente overeenkomende rentevergoeding samen met een hoge conversiekoers heeft het bezwaar dat de waarde van het conversieprivilege discutabel wordt.

Aangezien de opvattingen van de beleggers niet volledig bekend zijn op het moment van uitgifte zal de ondernemingsleiding, naar Wytzes opmerkt, niet tot het uiterste kunnen gaan. „Stelt zij de conversiekoers te hoog vast dan vermindert zij de kans dat er in feite zal worden geconverteerd. Zou zij het rentetype te laag vaststellen dan is het denkbaar dat de stukken na emissie onder pari noteren, hetgeen ter beurze een kwalijke indruk zou maken en

stellig de beoordeling van de papieren van deze onderneming nadelig beïnvloeden"[11]).

Nutricia heeft, zoals wij constateerden, gekozen voor een zeer hoge conversiekoers. Door een lange conversieperiode en door het systeem van de automatische verlaging van de conversiekoers heeft Nutricia inschrijvers en kopers verzekerd dat conversie niet tot een illusie wordt.

Mochten de obligatiehouders tot conversie besluiten, zodra de aandelenkoers het break-evenpunt passeert, teneinde geen nadeel van de kapitaalverwatering te ondervinden, dan zou voor de debitrice het financieringskostenvoordeel samenhangend met converteerbare obligatieleningen, verloren gaan. De obligatiehouders laten, indien zij converteren voordat de periode met de automatische conversieprijsverlagingen ten einde is, toekomstige conversiekoersverlagingen schieten. Voor de debitrice betekent dit echter dat de aandelen tegen hogere koersen geplaatst worden dan bij latere conversie. Tegenover het verliezen van het financieringskostenvoordeel staat het realiseren van een hogere emissieprijs. In figuur 4 wordt dit nader toegelicht.



Figuur 4

[11]) H. C. Wytzes, Ondernemingsfinanciering; theorie en politiek, Haarlem 1971, hoofdstuk 9.

In figuur 4 geeft de lijn p''q de pariwaarde en de lijn p'q het verloop van de conversiekoers volgens de Nutricia-regeling onder de veronderstelling dat geen aanpassingen van de conversiekoers plaatsvinden op grond van de a.v.c. De conversieperiode loopt van t_1 tot t_3. Na t_2 stopt de automatische verlaging van de conversiekoers.

De curven pa, pb, pc, pd en pe geven het mogelijke koersverloop van de aandelen in de tijd weer, zoals dat op t_0 het moment van emissie, geschat zou kunnen worden.

Welk verloop van de aandelenkoersen feitelijk zal optreden is nu niet meer zo belangrijk. Ook bij een trage koersstijging heeft het conversieprivilege voor de obligatiehouder waarde.

Indien een snelle koersstijging optreedt volgens het verloop pa en obligatiehouders gaan vóór t_2 tot conversie over dan mag de debitrice zich gelukkig prijzen dat zij de conversiekoers hoog heeft vastgesteld, want zij realiseert een hogere emissiekoers dan zonder deze trapsgewijze conversiekoersverlaging mogelijk zou zijn geweest. Op deze wijze zijn de bezwaren tegen een hoge conversiekoers in belangrijke mate ondervangen, zonder het mogelijke voordeel ervan prijs te geven.

3.4 BEOORDELING

De functie van de a.v.c. kan worden omschreven als het geven van een zo rechtvaardig mogelijke tegemoetkoming aan de obligatiehouder bij optredende kapitaalverwatering door stockdividenden, bonussen en voorkeursemissies. De algemene introductie sinds 1968 van de Engelse a.v.c. werd daarom algemeen begroet als een verdere vervolmaking.

De Nutricia-constructie van de verwateringscompensatie beoogt echter primair de handhaving van de conversiemogelijkheid. Dit komt op twee manieren tot uiting. Bij lage aandelenkoersen, d.w.z. onder de break-evenpunten, ontvangen obligatiehouders een conversiekoersverlaging krachtens het automatisme. Deze verlaging wordt gegeven ook al treedt er geen kapitaalverwatering op en deze verlaging kan groter zijn dan een eventuele kapitaalverwatering door declaratie van stockdividend. In de tweede plaats wordt bij hoge aandelenkoersen, d.w.z. boven de break-evenpunten, de verwateringscompensatie in vergelijking met de thans gangbare formule II beperkt, indien stockdividenden worden gedeclareerd. De achterliggende gedachte is dat de verwateringscompensatie minder noodzakelijk is indien de conversiemogelijkheid reëel aanwezig is.

Met de Nutricia-modificatie is een zeer verfijnd instrument gecreëerd om de conversiepotentie te beheersen. De constructie kan voor een debitrice tevens een middel zijn om de voorwaarden te harer gunste te beïnvloeden zonder het conversieprivilege aan te tasten.

De automatische verlaging van de conversiekoers gedurende een aantal jaren is op het eerste gezicht interessant voor de obligatiehouder, maar in feite krijgt hij een koekje van eigen deeg. Immers de conversiekoers wordt eerst hoog gesteld en daarna wordt telkens een stukje daarvan afgedaan.

Indien de aandelenkoers onder de conversiekoers blijft, heeft de debitrice via de automatische verlaging de mogelijkheid de conversiekoers geruisloos te

verlagen en behoeft zij wellicht niet terug te vallen op haar bevoegdheid om de conversiekoers autonoom (dus niet krachtens de a.v.c.) te verlagen. Voorzover de automatische verlaging overbodig is, kan zij deze altijd nog neutraliseren door stockdividenden of keuzedividenden, welke niet leiden tot aanpassing van de conversieprijs. Zij moet er dan wel zeker van zijn ook inderdaad stockdividenden of keuzedividenden te kunnen declareren in het kader van een consequente dividendpolitiek.

Evenals t.a.v. formule I reeds werd opgemerkt, zou de Nutricia-regeling kunnen worden aangewend in situaties waarin de opvattingen over de toekomstige winstmogelijkheden van de onderneming divergeren, in die zin dat de ondernemingsleiding de toekomst rooskleuriger beoordeelt dan de beleggers. Als na verloop van tijd de verwachtingen van de leiding uitkomen, tot uiting komend in een stijging van de aandelenkoers, had de leiding wellicht beter kunnen wachten met de emissie van de converteerbare obligatielening, want dan had zij een hogere conversiekoers bij gelijkblijvende overige voorwaarden kunnen bedingen.

De Nutricia-regeling stelt de onderneming in staat toch een converteerbare obligatielening op het gewenste moment te plaatsen en indien later de aandelenkoers een flinke stijging te zien geeft, wordt dankzij de gemitigeerde aanpassing van de conversiekoers vergeleken met een conversiekoersverlaging op grond van formule II voor stockdividenden een relatief gunstiger emissiekoers voor de aandelen voortkomend uit conversie gerealiseerd. Met name na de periode van de automatische aanpassingen zal de uitkering van stockdividenden, die niet leiden tot conversiekoersverlaging de grootste betekenis hebben, daar de lijn AB uit figuur 2 dan samenvalt met de verticale as.

Er is evenwel ook nog een andere kant aan de zaak. Gaat de toekomstige ontwikkeling van de winst niet zoals de onderneming hoopte, verwachtte of wenste dan zal - gegeven het gebruik in ons land - de politiek van (jaarlijkse) stockdividenduitkering moeten worden verlaten, hoewel de automatische verlaging van de conversiekoers doorgaat. In een dergelijke situatie kan de ondernemingsleiding er behoefte aan hebben conversie uit te stellen of zelfs af te stellen. Zij kan dan in de verleiding komen de politiek van stockdividenden te continueren teneinde de aandelenkoers te drukken. Na de periode van automatische verlaging van de conversiekoers is dit middel des te effectiever want de verwateringscompensatie uit hoofde van een stockdividend tot een bepaalde grootte wordt tot het einde van de looptijd der lening in het geval Nutricia niet gegeven.

In geval van nood vergroot de Nutricia-regeling eveneens de flexibiliteit van de debitrice wat betreft de beheersing van de conversiepotentie, zij het dat een dergelijke hantering van de stockdividendpolitiek de financiële reputatie van de onderneming niet ten goede zal komen. Het is niet waarschijnlijk dat een gezonde onderneming op deze toer zal gaan, maar van een kat in 't nauw kan men nu eenmaal rare sprongen verwachten.

4 Samenvatting en verwachting

De converteerbare obligatie heeft zich na de oorlog ontwikkeld tot een vorm

van overgangsfinanciering naar permanent vermogen. De intenties van de debitrices om conversie te bewerkstelligen blijken uit de ontwikkeling van een instrumentarium dat hen in staat stelt conversie op het gewenste tijdstip te bevorderen en eventueel af te dwingen.

Het arsenaal van de debitrice bestaat tegenwoordig uit de volgende wapens:

1 De plicht van periodieke en het recht van vervroegde aflossing.
2 Het recht om een lagere conversiekoers - tijdelijk of blijvend - vast te stellen, waarbij de aanvankelijke koppeling aan vervroegd of versterkt losbaar gestelde stukken werd losgelaten.
3 Een anti-verwateringsclausule welke beoogt te voorkomen dat conversie door kapitaalverwatering wordt belemmerd. De sedert 1968 algemeen toegepaste Engelse a.v.c. lijkt minder goed te passen in de na-oorlogse ontwikkeling naar een betere beheersing van de conversiepotentie.
De Nutricia-regeling tracht de voordelen van de oude a.v.c. op zeer verfijnde wijze te herwinnen. De a.v.c. is hierbij ingebed in een systeem dat primair gericht is op beheersing van de conversiemogelijkheid.

Het moet niet uitgesloten worden geacht dat verdere verfijningen bij het beheersen van de conversiepotentie tot stand zullen komen.