DE MODERNE CONVERTEERBARE OBLIGATIE

door Dr K. Bervoets

Met de uitgifte van een 3 % converteerbare obligatielening in 1941 heeft de American Telephone and Telegraph Company een nieuwe gebruikswijze van de converteerbare obligatie geïntroduceerd. Niet minder dan zesmaal, n.l. in 1946, 1947, 1949, 1951, 1952 en 1953 heeft de American Telephone and Telegraph Company daarna van deze financieringsfiguur gebruik gemaakt [1]). Het voorbeeld van de American Telephone and Telegraph is vooral in de laatste jaren meermalen nagevolgd. Als hernieuwd financieringssysteem heeft die gewijzigde benutting van de converteerbare obligatie zich thans voldoende duidelijk afgetekend. Ook hier te lande heeft het naar Amerikaans voorbeeld toepassing gevonden. Bij de in 1949 uitgegeven 3½ % converteerbare obligatieleningen van Unilever en Handelmij R. S. Stokvis & Zonen ten dele, maar volledig bij de 3½ % onverteerbare obligatielening Koninklijke Nederlandsche Petroleum Mij van 1951, en weer ten dele bij de eveneens van 1951 daterende leningen ten laste van de Koninklijke Maatschappij „De Schelde" en de Algemeene Kunstzijde Unie en aan de lening 1954 van de Maatschappij Van Berkel's Patent is het nieuwe financieringskarakter van de converteerbare obligatielening kenbaar.

Welke is die nieuwe ontwikkeling in het gebruik van de converteerbare obligatie? Hoe dient men haar te beoordelen als financieringsinstrument en als beleggingsobject? Op deze vragen wil dit artikel trachten een antwoord te geven.

In de uitstekende studie van de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam over „De Nederlandse converteerbare Obligatie" [2]) luidt de conclusie uit het verzamelde materiaal tussen 1917 en 1949, dat de converteerbare obligatie veelal het kind van de nood is. In 30 van de 39 gevallen bleek de converteerbare obligatielening noodzakelijk, omdat de aandelenmarkt voor het bedrijf gesloten was.

In 7 gevallen was de emissie ervan direct na een financiële reorganisatie gekomen, terwijl 15 maal na de emissie moeilijkheden, liquidatie of faillissement zijn gevolgd. Geen wonder, dat de converteerbare obligatie vroeger een dubieuze reputatie genoot.

Het conversierecht, waardoor gedurende een zekere tijd onder bepaalde voorwaarden de obligaties naar keuze van de obligatiehouder in aandelen konden worden omgezet, was aan de obligatie meer als attractie toegevoegd om de plaatsing te bevorderen. Het vormde meestal geen positief financieringselement of het werd als zodanig niet benut. Het is opmerkelijk, dat in bovengenoemde interessante studie de verplichting tot aflossing gedurende de periode, dat conversie in aandelen mogelijk is, in principe als niet rationeel wordt beschouwd [3]).

Toch ligt de kern van het succes van het gebruik van de converteerbare obligatie in de laatste jaren juist in de contractueel-periodieke, ja zelfs vervroegde aflossing der obligaties gedurende de conversieperiode. De studie van de Stichting voor Economisch Onderzoek, die met het jaar 1949 is afgesloten, is te vroeg geweest, om hier te lande de wijziging in het gebruik van de converteerbare obligatie als financierings-

[1]) De uitgifte van een nieuwe converteerbare obligatielening is aangekondigd.
[2]) Uitg. H. E. Stenfert Kroese, Leiden 1951.
[3]) De Nederlandse Converteerbare Obligatie, blz. 127.

figuur op te merken, al bestonden er in Amerika hiervan reeds voldoende voorbeelden.

Het moderne gebruik van de converteerbare obligatie berust niet op de introductie van iets nieuws, maar is vooral het resultaat van een accentverschuiving. Het is de meer rationele benutting van de mogelijkheden, die in deze financieringsfiguur aanwezig waren. Slechts zelden werd vroeger van het conversierecht ten volle gebruik gemaakt en zelfs bij een minderheid der leningen kwam men alleen tot gedeeltelijke conversie toe [4]). Tegenover het gebruik van het conversierecht door de obligatiehouder stond de debitrice vrij passief. Van enige aandrang om het te benutten was geen sprake. Dat is thans veranderd; men bevordert nu veel meer de omstandigheden, waardoor de obligatiehouder ertoe overgaat om van zijn conversierecht gebruik te maken, ja men schept zelfs de voorwaarden, waardoor de obligatiehouder, op straffe van verlies van eigen voordeel, practisch wel gedwongen wordt tot conversie over te gaan.

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. Het is in zekere zin nog steeds waar, dat hier te lande een converteerbare obligatielening steeds een kind van de nood is. De converteerbare leningen, die hier in 1949 en 1951 zijn uitgegeven, zijn het gevolg van de omstandigheid, dat de aandelenmarkt emissies van grote omvang moeilijk opnam. Anders ligt het met de moderne practijk in de Verenigde Staten. Ongetwijfeld zou de American Telephone and Telegraph Company — en ook vele andere zeer grote Amerikaanse ondernemingen, die in de laatste jaren de converteerbare obligatie benut hebben, — meermalen rechtstreeks tot een emissie van aandelen hebben kunnen besluiten; de markt zou het wel hebben opgenomen. Maar deze aandelen zouden niet rechtstreeks zijn geëmitteerd tegen koersen, die als conversiekoers konden worden bedongen bij de omzetting van de obligaties in aandelen. Het beroep op de voor aandelenbelegging beschikbare middelen, dat bij een aandelenemissie van grote omvang ontstaat, geeft een plotselinge vergroting van de vraag naar risicodragend kapitaal, die in korte tijd door het kapitaalaanbod moet worden verwerkt. Dit heeft een sterk koersdrukkend effect op het aandeel, zodat de maatschappij niet de beste prijs voor haar nieuwe aandelen kan ontvangen. De vraag- en aanbodverhoudingen op de markt van z.g. risicoloos kapitaal liggen anders.

De opname-capaciteit voor goede obligaties is, wanneer aan bepaalde eisen van rente, aflossing en soliditeit wordt voldaan, practisch onbeperkt geworden. Het conversierecht, dat aan de obligatiehouders wordt geboden, is hierdoor een middel geworden, om de voor emissie gunstige obligatiemarkt te benutten voor een uitgestelde, maar geruisloze, over een langere tijdsperiode verdeelde plaatsing van aandelen tegen koersen, die aan de kwaliteit van de aandelen meer recht doen. Aldus wordt de converteerbare obligatie een tussenfinanciering, een tijdelijke financieringsfiguur met vreemd kapitaal, die geconsolideerd moet worden in een financiering met eigen middelen.

---

[4]) t.ap. blz. 110 e.v.

Hieruit volgt, dat de huidige converteerbare obligatie geen obligatie van mindere kwaliteit kan zijn; geen noodsprong, geen vlag, die minderwaardige lading moet dekken. Zij moet voldoen aan de strenge eisen van soliditeit en rentabiliteit, die men aan een prima industrieële obligatie stelt. Daardoor is het een financieringsfiguur geworden, die juist door de allergrootste en allersterkte ondernemingen wordt benut om nieuwe middelen aan te trekken. De technische constructie van het conversierecht moet wel overwogen zijn om voor dit doel te dienen. Hiervan hangt het immers af, of de door de onderneming beoogde omzetting in aandelen ten gevolge van de benutting van dit recht door de obligatiehouder wordt bereikt.

De eerste eis hierbij is de keuze van de conversiekoers, waartegen de obligaties in aandelen kunnen worden omgezet. Deze moet zodanig zijn, dat zij binnen de conversietermijn gedurende een vrij lange tijd royaal bereikt wordt. De koers van de reeds uitstaande aandelen is er de maatstaf voor. Voorwaarde voor het slagen van de conversie is, dat de aandelen steeds behoorlijk boven pari genoteerd zullen blijven. De moderne converteerbare obligatie is dus geen geschikte figuur voor nog onbekenden op de aandelenmarkt. Voor een eerste introductie ter beurze van een vennootschap is de converteerbare obligatie geen middel meer, zoals het vroeger wel eens het geval was. Aan de koers der reeds uitstaande aandelen moet men een maatstaf hebben om tot conversie over te gaan.

De manipulatie die de debitrice met de conversiekoers der obligaties moet kunnen verrichten is tweevoudig en houdt in:

1. een vaste conversieregeling, waartegen gedurende de lange conversieperiode, bij voorkeur zelfs evenlang als de looptijd der lening, steeds geconverteerd kan worden. De conversiekoers moet reeds bereikbaar te achten zijn bij een niet te overdreven beurshausse. De onderneming moet dus tevreden zijn met het bedingen van een redelijk agio op haar aandelen, die zij bij conversie uitgeeft, dat echter wel aanmerkelijk boven het agio kan liggen, dat zij bij een directe aandelen emissie kan bereiken.
2. de plicht van periodieke en het recht van vervroegde aflossing van de obligatielening à pari of althans aanmerkelijk beneden de conversiekoers. Hierbij dient aan de obligatiehouder der aflosbaargestelde stukken het recht van conversie te worden gegeven tot aan de dag der betaalbaarstelling der lossing .

Aangezien het conversierecht op het moment van de lossing effectief moet zijn, d.w.z. dat de koers der aandelen hoger ligt dan de conversiekoers, waartegen de obligaties in aandelen kunnen worden geruild, zou de obligatiehouder zichzelf benadelen, als hij vóór de lossingsdatum niet van het conversierecht gebruik zal maken. Hij kan dit doen òf rechtstreeks door conversie, òf door verkoop van de obligatie, omdat het effectieve conversierecht de koers van de obligatie in verhouding tot die van het aandeel heeft gebracht, dat is in theorie tot het koerspeil van het aandeel minus het bedongen agio op de aandelen bij conversie.

Dit is het nieuwe bij de moderne toepassing van de converteerbare obligatie, de accentverschuiving bij deze financieringsfiguur, die de American Telephone and Telegraph het eerst heeft toegepast. De werkelijke benutting van het conversierecht is van te voren zoveel mogelijk

voorzien en door dergelijke maatregelen t.a.v. lossing bij de obligaties omgeven, dat zij practisch gesproken volledig zal worden benut. Niet de aflossing der lening met contanten is het doel, in tegendeel de aflossingsregeling dient om de langlopende verplichting in eigen kapitaal om te zetten.

Men heeft zelfs nog een vervolmaking van dit systeem weten toe te passen. Er is immers geen zekerheid dat de beurskoers steeds zodanig zal zijn, dat de conversiekoers der obligaties effectief is. Gedurende een baisse kan de beurskoers der aandelen toch beneden de conversiekoers liggen, vooral als die hoog is gesteld. Daarom heeft bij verschillende van dergelijke leningen de vennootschap zich het recht voorbehouden om ter gelegenheid van vervroegde of versterkte aflossing alleen voor de alsdan losbaar gestelde stukken en gedurende de termijn die ligt tussen de aankondiging der lossing en haar betaalbaarstelling, een lagere conversiekoers vast te stellen. Zolang de aandelenkoers maar boven pari ligt, kan hierdoor het conversierecht bij vervroegde of versterkte aflossing effectief worden gemaakt, al zal het oorspronkelijk beoogde agio niet ten volle worden binnengehaald. Hier te lande is deze mogelijkheid tot verlaging der conversiekoers voor losbare obligaties bedongen bij de *f* 200.000.000.— 3½ % conv. obl. der Kon. Ned. Petroleum Mij., bij de *f* 20.000.000.— 4½ % conv. obl. der Algemene Kunstzijde Unie en bij de *f* 3.000.000.— 3½ % conv. obl. lening van Maatschappij Van Berkel's Patent.

Rekeninghoudend met bovengenoemde voorwaarden t.a.v. de kwaliteit der obligaties en de minimum-koers der aandelen kan gezegd worden, dat aldus de conversie van de obligaties in aandelen bij de emissie al grotendeels verzekerd is. Van de na-oorlogse converteerbare obligatieleningen zijn die van de Koninklijke Petroleum, Unilever en A.K.U. door bij vervroegde aflossing afgedwongen conversie reeds uit de effectenprijscourant verdwenen. Bij de overige is de conversie in aandelen min of meer ver gevorderd [5]). Een stijgende aandelenmarkt is ook wel zeer gunstig om de conversie in aandelen versneld door te voeren.

Het systeem, om de converteerbare obligatie als een overgangsfinanciering te gebruiken, zou aan de looptijd van deze leningen een ander karakter kunnen geven. Looptijd en aflossingsverplichtingen dienen in principe bij een „normale" industrieële obligatielening zo te worden gesteld, dat deze verplichtingen uit de financieringsprojecten, waarvoor de lening dient, kunnen worden voldaan. Het zijn de afschrijvingsbestanddelen, dus de omvang der afschrijvingen van de financieringsprojecten, die de basis vormen voor looptijd en aflossingsverplichtingen der lening. Bij een moderne converteerbare obligatielening, waarbij de aflossing door conversie in aandelen practisch is verzekerd, zou de looptijd van de bedrijfsfinanciering kunnen worden losgemaakt. Het te verwachten opname-vermogen van de aandelenmarkt zou althans in theorie de belangrijkste overweging kunnen vormen bij het vaststellen van looptijd en aflossingsperioden. Of ook in de practijk deze basis kan worden gevolgd is niet zo waarschijnlijk, want ook de geldgevers stellen hun eisen en voorwaarden. Wel zal de debitrice t.a.v. de aflossings-

---

[5]) R. S. Stokvis & Zonen heeft in Maart 1954 de helft van haar converteerbare obligatielening, n.l. 3.000 obligaties bij loting vervroegd aflosbaar gesteld en aldus in aandelen doen omzetten. Het restant van de lening is op dezelfde wijze vervroegd aflosbaar gesteld per 16 Mei 1955.

voorwaarden soepeler kunnen zijn en gemakkelijker kunnen besluiten tot een niet te lange looptijd der lening.

Door de vrijheid voor de debitrice om te manipuleren met de conversiekoers bij tussentijdse of vervroegde aflossingen heeft ook de wijze van conversie een speciale betekenis gekregen. Het is immers mogelijk de conversie in aandelen door te voeren met gesloten beurzen, met toebetaling, ja zelfs met terugbetaling van gelden. Dit geeft t.a.v. de financiering van de onderneming uiteenlopende resultaten. Een voorbeeld kan dit verduidelijken. Wanneer de conversiekoers op 150 % is gesteld, kan de conversie geschieden hetzij met gesloten beurs, waarbij drie obligaties à ƒ 1.000.— kunnen worden verwisseld in twee aandelen van nominaal ƒ 1.000.—, hetzij door verwisseling van een obligatie in een aandeel onder bijbetaling door de obligatiehouder van ƒ 500.—, hetzij door verwisseling van twee obligaties in een aandeel onder terugbetaling door de vennootschap van ƒ 500.—. Het financieringseffect is voor de onderneming verschillend, maar op de obligatiehouder, die in alle drie gevallen dezelfde conversiekoers maakt, zal het verschil in methode niet zo'n grote indruk maken.

Voor de naamloze vennootschap kan de keuze van de conversie van groot belang zijn. Wanneer zij de conversie zo regelt, dat de omwisseling geschiedt onder bijbetaling van contanten, dan krijgt de conversie voor haar het effect van een nieuwe emissie. Zowel het aandelenkapitaal als de agioreserve nemen sterker toe, dan wanneer de conversie zou geschieden met gesloten beurs. In het gekozen voorbeeld zal er evenveel agioreserve worden gevormd als er nieuwe middelen worden ontvangen en neemt het aandelenkapitaal toe in dezelfde omvang als de obligatielening groot was. Wanneer het financieringsproject, waarvoor de converteerbare obligatielening was aangetrokken, aanvulling van middelen behoeft, b.v. wanneer na voltooiïng van een uitbreiding een toename der bedrijfsmiddelen noodzakelijk is, is deze conversiewijze de aangewezen methode. Wel dient men in het oog te houden, dat in het gekozen voorbeeld het aandelenkapitaal in dezelfde omvang toeneemt als de obligatielening groot was, zodat de verschuiving van fiscaal aftrekbare lage renteverplichting, naar belastbare hogere dividendverwachting, die de conversie meebrengt, zware eisen aan de rentabiliteit stelt, waartoe overigens de nieuwe middelen kunnen bijdragen.

Bij de conversiewijze met gesloten beurs wordt een deel van de hoofdsom der converteerbare obligaties omgezet in aandelenkapitaal en een deel in agio. Hierbij is de converteerbare obligatie alleen tussenfinanciering, waarbij beoogt wordt een beter agio te bedingen dan bij een rechtstreekse aandelenemissie mogelijk zou zijn.

De conversieregeling met terugbetaling zal wel niet dikwijls benut worden. Er moet bij de n.v. een overtolligheid aan liquiditeiten aanwezig zijn, om deze wijze te volgen. Men kan zich dan afvragen, waarom geen kleinere converteerbare obligatielening is aangegaan. Het effect van een dergelijke conversiewijze t.a.v. de kapitalisatie is, dat het aandelenkapitaal en de agioreserve minder zullen toenemen dan de obligatielening groot was. Het verschil wordt gevormd door de vermindering der liquiditeiten.

Ongetwijfeld schuilen in de geschetste nieuwe ontwikkeling van het gebruik van de converteerbare obligatielening voor reeds ter beurze goed bekende ondernemingen interessante financieringsmogelijkheden.

Bij de bestudering van een eventuele toepassing is wel de belangrijkste vraag, of er een publiek voor deze financieringswijze gevonden kan worden. Heeft de converteerbare obligatie als beleggingsobject eveneens zodanige aantrekkelijkheden, dat geldgever en geldneemster elkaar op de kapitaalmarkt kunnen vinden? Hierbij dient men van de feitelijke situatie uit te gaan, dat de particuliere belegger op de obligatiemarkt practisch niet veel invloed meer heeft. De marktsituatie aan de aanbodzijde van obligatiekapitaal wordt overwegend beheerst door de institutionele beleggers. Zij bepalen de voorwaarden der leningen, wanneer althans de invloed van de overheid op de vraag naar rentedragend kapitaal, als in dit verband niet van belang, buiten beschouwing wordt gelaten.

De institutionele beleggers stellen aan een industrieële obligatie, al of niet met conversierecht, hun eisen. Zij zijn wel geneigen om een beperkt belang aan industrieële obligaties in hun portefeuille op te nemen, maar hun eisen t.a.v. soliditeit praevaleren boven die van een aantrekkelijk rendement. Zij zullen wel een belang bij industrieële obligaties van goede kwaliteit accepteren door de hogere rentabiliteit der stukken.

Nu zijn de voor belegging beschikbare bedragen, waarover de institutionele beleggers beschikken, van die omvang, dat zelfs een verhoudingsgewijs klein belang voor de financiering van het bedrijfsleven grote betekenis kan hebben. Terecht is men hier te lande voorzichtig met de financiering van industrieën door middel van langlopende leningen. Ook de beperktheid van het nationale afzetgebied, waardoor spoedig exportrisico's moeten worden genomen, die de wisselvalligheid der resultaten kunnen vergroten, kan tot een voorkeur van financiering met eigen middelen leiden. Daarom zullen die ondernemingen, die als debitrice door de institutionele beleggers wel worden geaccepteerd, toch de stap naar de obligatiefinanciering dikwijls niet aandurven. In die gevallen kan de converteerbare obligatie een overbrugging vormen. Die industrieëlen kunnen met succes deze obligaties aan de institutionele beleggers aanbieden, mits zij voldoen aan de eisen, die de institutionele beleggers menen te moeten stellen. Dit houdt in, dat de converteerbare obligatielening niet alleen aan de eisen van de tussenfinanciering moet voldoen, maar eventueel ook zonder het conversierecht acceptabel zijn. Hetgeen hierboven als theorie t.a.v. de looptijd van converteerbare obligaties is geponeerd, kan daarom practisch niet gelden. Looptijd en aflossingsschema van een converteerbare obligatielening dienen te worden opgesteld alsof het conversierecht niet bestaat. De institutionele belegger zal het steeds in theorie aanwezige risico, dat niet tot conversie wordt overgegaan, niet willen nemen. Dit risico zal gelden, als er niet op de juiste wijze met het conversierecht in verband met aflossing wordt gemanipuleerd, maar ook bij een instorting van de aandelenmarkt of van de rentabiliteit van de onderneming, zodat de aandelen beneden pari zouden noteren. Dit risico mag op zichzelf voor de institutionele belegger niet aanwezig zijn; daarom moet voor hem bij de beoordeling van de converteerbare obligatie als beleggingsobject het conversierecht als zodanig verwaarloosd worden. Hieruit zal ook wel te verklaren zijn, dat bij de na-oorlogse conversieleningen gedurende de eerste jaren in het geheel niet en gedurende een aantal jaren niet versterkt of vervroegd mocht worden afgelost. Deze regeling is te zien als een compromis tussen de opvatting van de converteerbare obligatie als een wer-

kelijke industrieële obligatie en die van voorfinanciering van de aandelenuitgifte.

Hiermede wil niet gezegd zijn, dat men het conversierecht niet als bijzondere attractie zou apprecieëren. Integendeel, door het conversierecht, dat men bij lossing moet uitoefenen, verkrijgt de institutionele belegger een extra winst, die hem voor zijn politiek van reservevorming wel te pas komt [6]). De conversiekoers ligt immers steeds beneden de beurskoers der desbetreffende aandelen; het verschil tussen deze twee is een winst, die de institutionele belegger kan incasseren hetzij door verkoop van de losbare obligatie, hetzij door conversie in aandelen. In het laatste geval verkrijgt hij het aandeel immers tegen de lagere conversiekoers. Niet iedere institutionele belegger is genegen om belang bij aandelen te nemen, en voorzover hij hiertoe overgaat, is het in verhoudingsgewijs bescheiden mate. In verreweg de meeste gevallen zal dus de institutionele belegger de losbare obligatie met conversierecht willen verkopen. Ofschoon men die obligaties als belegging heeft gekozen, omdat zij voldeed aan de eisen van een langlopende vaste rentedragende belegging, veroorzaakt het conversierecht, vooral als tot vervroegde aflossing wordt overgegaan, dat de belegging van kortere looptijd is gebleken. Voor deze wijziging in de belegging verkrijgt de institutionele belegger dan een conversiewinst. Hij heeft voor de onderneming de tussenfinanciering verzorgd en kan de financiering in aandelen door verkoop aan anderen overdragen. Voor een vrij beperkt gebied is aldus de institutionele belegger in te schakelen bij de industriefinanciering, maar dit gebied is toch niet zonder betekenis. Reeds lang wordt gezocht naar een mogelijkheid om risicomijdend kapitaal te benutten voor de financiering van risicodragend kapitaal. Hier heeft de practijk reeds in beperkte mate zelf voor een oplossing gezorgd.

Tot op heden is hier te lande de moderne converteerbare obligatie vooral benut als „kind van de nood", ingeval een rechtstreekse emissie bezwaarlijk was [7]). Noodzakelijk is dit voor deze financieringsmethode niet. Van de bereidheid der institutionele beleggers om bij prima industrieële obligatieleningen deel te nemen kan ook gebruik gemaakt worden, als op zichzelf de aandelenmarkt voor emissies niet gesloten is. Door de omwegfinanciering van de converteerbare obligatie kan de onderneming een prijs bedingen, die meer nabij de werkelijke waarde van haar aandelen ligt. Beide partijen kunnen aldus met de converteerbare obligatie zijn gediend.

De conclusie is dus, dat ook in hausseperioden de converteerbare obligatie voor de industriefinanciering van nut kan zijn, door de bereidwilligheid, die de institutionele beleggers vertonen om op deze leningen in te schrijven. Wel dient dan aan de te voeren conversiepolitiek bijzondere zorg te worden gegeven. Men is gauw geneigd, de conversiekoers hoog en mogelijk te hoog te stellen, zonder rekening te houden met de omstandigheid, dat in de hausse de beurskoers der aandelen reeds een stijgende invloed kan hebben ondergaan.

Door de conversie van obligaties in aandelen ontgaat de oude aandeelhouders het recht van voorkeur op inschrijving op nieuwe aandelen.

---

6) Vooral als hij niet aan vennootschapsbelasting is onderworpen .

7) Ook bij de Westduitse „Wandelanleihe" van 1951 en 1952 is dat het geval. In West-Duitsland kent men de variant, dat de conversiekoers stijgt, als het dividend op de aandelen zou stijgen.

Het is immers juist de bedoeling om de waarde van dit claimrecht zoveel mogelijk in agioreserve om te zetten. Om toch tegemoet te komen aan de belangen van de oude aandeelhouders wordt daarom wel bij de uitgifte van een converteerbare obligatielening het recht van inschrijving op deze lening aan de aandeelhouders gegeven. Dit is meermalen geschiedt bij de leningen van American Telephone and Telegraph Comp. en hier te lande bij de lening van Van Berkel's Patent. Hieruit volgt, dat de zojuist verdedigde opvatting, dat speciaal de institutionele beleggers als financiers der converteerbare obligaties optreden, niet al te sterk kan worden doorgevoerd. Zij zouden immers eerst de claimrechten moeten kopen, voor zover de aandeelhouders niet zelf de kansen van een gunstige conversie willen of kunnen nemen. Het ligt wel voor de hand, dat de claimrechten op inschrijving van converteerbare obligaties van grote aandeelhouders of van insiders, gemakkelijk aan institutionele beleggers kunnen worden overgedaan, al of niet met bemiddeling van een banksyndicaat. De institutionele belegger betaalt dan de attractie van het conversierecht aan de aandeelhouder.

De practijk der laatste jaren heeft in het bovenstaande geleid tot het opbouwen van een theorie, die nieuwe consequenties t.a.v. het gebruik van converteerbare obligaties naar voren haalt. In zekere zin houdt deze theorie een eerherstel in voor de converteerbare obligatie; zij is hierdoor omgebouwd tot een gezonde financieringsfiguur. Of hieruit geconcludeerd kan worden, dat het een veelvuldig toegepaste financieringsmethode zal worden, is te betwijfelen. Het aantal ondernemingen, dat in staat is haar toe te passen, is beperkt en juist deze ondernemingen weten veelal door zelffinanciering behoorlijk in hun kapitaalbehoeften te voorzien. De converteerbare obligatie is trouwens steeds een vreemde eend in de financiële bijt geweest. Een nieuwe wijze van benutting van een bepaalde financieringsvorm en de omstandigheden, die daartoe geleid hebben, is op zichzelf reeds de moeite van bestudering waard om meer inzicht in de financieringsproblemen te geven.
