

Het gebruik van anti-verwateringswarrant-overeenkomsten

Drs. C. H. Veld

1 Inleiding¹

In dit artikel zullen wij het gebruik van anti-verwateringsclausules in trustaktes van aandelenwarrants bespreken. Doel van een anti-verwateringsclausule is om de houder van een aandelenwarrant compensatie te bieden in geval van kapitaalverwatering.

Het gebruik van anti-verwateringsclausules is met name bekend in relatie tot de converteerbare obligatie. Wij zullen hier dan ook eerst aandacht aan schenken. Vervolgens zullen we het gebruik van anti-verwateringsclausules bestuderen in het kader van aandelenwarrants. Wij zullen ons in dit artikel ook bezig houden met de wijze van compensatie die door Nederlandse ondernemingen wordt geboden. Het artikel wordt afgesloten met een samenvatting en met enkele conclusies.

2 De aandelenwarrant en de converteerbare obligatie

2.1 De aandelenwarrant

Een aandelenwarrant vertegenwoordigt het recht om gedurende een bepaalde periode (de uitoefeningsperiode) en tegen een bepaalde prijs één of meer aandelen van een onderneming die het recht zelf in omloop had gebracht, te mogen kopen.

Warrants kunnen ook het recht geven op de koop van bijvoorbeeld obligaties, olie of goud. Voor een uitgebreide bespreking hiervan verwijzen wij naar Duffhues². Indien in het vervolg van dit artikel wordt gesproken over een warrant dan bedoelen wij een aandelenwarrant.

De marktwaarde van de warrant bestaat uit twee delen, de bodemwaarde en de daarbovenop komende premie die de verwachtingswaarde

weerspiegelt. De bodemwaarde kan worden gedefinieerd als:

$$W = (P - O) \times R \quad (1)$$

waarin:

W = de bodemwaarde van de warrant;

P = de marktprijs van het onderliggende aandeel;

O = de uitoefeningsprijs van de warrant;

R = de warrant-ratio, het aantal aandelen waarop de warrant recht geeft.

De bodemwaarde van de warrant is de waarde die deze heeft bij een directe uitoefening. Aangezien de warrant een recht en niet een plicht belichaamt, kan de bodemwaarde nooit negatief zijn. In de praktijk noteert de warrant bijna altijd een premie boven de bodemwaarde vanwege de in de warrant begrepen tijdspremie.

2.2 De converteerbare obligatie

Een converteerbare obligatie wordt door Bouma³ gedefinieerd als een obligatie die op verzoek van de houder, tijdens een door de emittent bepaalde periode (de conversieperiode) in een door de emittent bepaalde verhouding (de conversieverhouding), al dan niet met een verrekening in constanten, kan worden omgewisseld in één of meer aandelen van de emitterende vennootschap.

Het conversierecht dat verbonden is aan converteerbare obligaties is feitelijk te beschouwen als een, niet los verhandelbare, warrant.

De conversieverhouding, het aantal obligaties met een bepaalde nominale waarde dat dient te worden ingeleverd voor een aandeel met een gegeven nominale waarde, wordt bij afwezigheid

Drs. C. H. Veld studeerde economie aan de Katholieke Universiteit Brabant, thans als onderzoeker verbonden aan deze Universiteit, sectie Ondernemingsfinanciering.

clausules in

van een bij- of terugbetalingsregeling bepaald door de hoogte van de conversieprijs.

Bij de warrant ligt dit anders. Een verandering in de uitoefeningsprijs behoeft géén repercussies te hebben voor de hoogte van de warrant-ratio.

Verderop in dit artikel zullen we zien dat dit verschil belangrijk is bij de toepassing van anti-verwateringsclausules.

3 De anti-verwateringsclausule

Indien een onderneming voorkeursrechten verstrekt aan haar aandeelhouders die het recht geven op het kopen van aandelen tegen een prijs die lager ligt dan de maximale prijs waartegen een onderneming nieuwe aandelen kan emitteren, zal dit een negatief effect hebben op de marktwaarde per aandeel. Het is tevens mogelijk dat dit een negatief effect heeft op de intrinsieke waarde per aandeel.

Een vergelijkbaar effect treedt op als een onderneming bonusaandelen verstrekt aan haar aandeelhouders of stockdividenden ter beschikking stelt.

In dergelijke gevallen is het gebruikelijk dat de houders van warrants en converteerbare obligaties worden beschermd tegen de waardevermindering van hun warrant- en conversierechten.

De bescherming van deze rechten wordt geregeld in een zogenaamde anti-verwateringsclausule die is opgenomen in de trustaktes van de warrants of de converteerbare obligaties. De anti-verwateringsclausule zullen wij in het vervolg aanduiden als a.v.c.

Wij spreken in het geval van de converteerbare obligatielening van 'volledige compensatie' indien de conversiewaarde intact blijft.

Stel dat een belegger een converteerbare obligatie heeft met een nominale waarde van f 100,- die omgewisseld kan worden in een aandeel met een nominale waarde van f 100,-, waarbij de

marktwaarde van het aandeel f 300,- is. De intrinsieke waarde van het conversierecht is in dit geval f 200,-.

Indien door de uitgifte van bonusaandelen de marktprijs van het aandeel daalt tot f 150,-, ontvangt de houder van de converteerbare obligatie volledige compensatie als de conversiekoers wordt verlaagd tot f 50,-. Hij krijgt voor één converteerbare obligatie twee aandelen met een totale marktwaarde van f 300,-. De waarde van het conversierecht blijft f 200,-. Er is dus sprake van volledige compensatie.

Van volledige compensatie voor warranthouders spreken wij als de bodemwaarde van de warrants niet verandert. De vraag of een ander criterium dan de bodemwaarde (bijvoorbeeld de marktwaarde van de warrant) de voorkeur zou verdienen zal in dit artikel onbesproken blijven.

4 Het gebruik van anti-verwateringsclausules bij converteerbare obligatieleningen

In de praktijk worden twee formules gebruikt om de houders van converteerbare obligaties bescherming te bieden tegen kapitaalverwatering. Deze formules worden door De Jong en Tempelaar⁴ aangeduid als de oude en de nieuwe praktijkformule.

De oude praktijkformule werd tot 1968 gebruikt in Nederland. Deze kan als volgt worden weergegeven:

$$C_n = \frac{(A \times C_o) + (B \times q)}{(A + B)} \quad (2)$$

waarin:

C_o = de conversiekoers van de converteerbare obligaties direct voor aankondiging van de kapitaalverhoging;

C_n = de conversiekoers van de converteerbare obligaties na correctie door middel van de oude praktijkformule;

A = het aantal uitstaande aandelen voor de kapitaalverhoging;

B = het aantal nieuw te plaatsen aandelen;

q = de prijs van uitgifte per nieuw uit te geven aandeel⁵.

Aangezien de oude formule niet voldeed, Diepen-

horst⁶ toonde aan dat de formule geen volledige compensatie bood, werd in 1968 een nieuwe formule geïntroduceerd door Allied Breweries bij het bod om aandelen 'Oranjeboom' om te ruilen tegen converteerbare obligaties ten laste van Allied Breweries.

Volgens een onderzoek dat is uitgevoerd door Van Klinken⁷ is de nieuwe praktijkformule gebruikt in vrijwel alle 'trustaktes' van Nederlandse converteerbare obligaties die zijn uitgegeven van 1968 tot en met 1980. Een eigen onderzoek onder 18 na 1980 geëmitteerde converteerbare obligaties doet eveneens concluderen dat in alle gevallen gebruik is gemaakt van de nieuwe praktijkformule. De nieuwe praktijkformule kan worden voorgesteld als:

$$Cn' = \left[\frac{(A \times P) + (B \times q)}{(A + B) \times P} \right] \times Co \quad (3)$$

waarin:

Cn' = de conversieprijs van de converteerbare obligaties na correctie door middel van de nieuwe praktijkformule;

P = de marktprijs per aandeel vlak voor de aankondiging van de emissie.

De overige symbolen hebben de eerder aangegeven betekenis.

De conversiekoers van de converteerbare obligaties wordt bij de nieuwe formule aangepast aan de daling van de marktprijs van het onderliggende aandeel. Deze nieuwe formule biedt wél volledige compensatie.

Men gaat er zowel bij de oude als de nieuwe formule van uit dat de totale marktwaarde van het eigen vermogen na emissie gelijk is aan de som van de marktwaarde vóór emissie en het bedrag aan eigen vermogen dat door de emissie wordt verworven (de zogenaamde intrinsieke waarde-theorie met betrekking tot de waarde van aandelen).

In navolging van De Jong en Tempelaar⁸ kunnen we nog opmerken dat geen van beide formules rekening houdt met bij- of terugbetalingsregelingen.

5 Het gebruik van anti-verwateringsclausules in warrant-overeenkomsten

In de vorige paragraaf hebben wij de anti-verwateringsclausules voor converteerbare obligatieleningen besproken. Cremers⁹ leidt uit deze vergelijkingen de formules voor warrants af. Belangrijk bij deze afleiding is hetgeen wij in paragraaf 2 hebben gezegd, namelijk dat de conversieverhouding verandert bij een verandering in de conversiekoers, doch dat een verandering in de uitoefeningsprijs van de warrants geen repercussies behoeft te hebben voor de hoogte van de warrant-ratio. Teneinde dezelfde compensatie te realiseren als bij converteerbare obligatieleningen dient dus niet alleen de uitoefeningsprijs maar ook de warrant-ratio te worden aangepast.

Cremers geeft de oude praktijkformules voor warrants als volgt weer:

$$On = \frac{(A \times Oo) + (B \times q)}{(A + B)} \quad (4a)$$

en

$$Rn = \frac{Oo \times Ro}{On} \quad (4b)$$

waarin:

Oo = de uitoefeningsprijs van de warrants direct vóór aankondiging van de nieuwe kapitaalverhoging;

On = de uitoefeningsprijs van de warrants na correctie door middel van de oude praktijkformule;

A = het aantal uitstaande aandelen vóór de kapitaalverhoging;

B = het aantal nieuw te plaatsen aandelen;

q = de prijs waartegen de nieuwe aandelen worden geplaatst;

Ro = de warrant-ratio vóór correctie door middel van de oude praktijkformule;

Rn = de warrant-ratio na correctie door middel van de oude praktijkformule.

Evenmin als bij converteerbare obligaties bieden de oude praktijkformules bij warrants volledige compensatie. De nieuwe praktijkformules worden door Cremers evenals de oude praktijkformules

analoog aan die van de converteerbare obligatie afgeleid en voorgesteld als:

$$On' = \left[\frac{(A \times P) + (B \times q)}{(A + B) \times P} \right] \times Oo \quad (5a)$$

$$Rn' = \frac{Oo \times Ro}{On'} \quad (5b)$$

waarin:

On' = de uitoefeningsprijs van de warrants na correctie door middel van de nieuwe praktijkformule;

P = de marktprijs per aandeel vlak voor de uitgifte aankondiging;

Rn' = de warrant-ratio na correctie door middel van de nieuwe praktijkformule.

De overige symbolen hebben de eerder aangegeven betekenis.

De oude en de nieuwe praktijkformule komen tot dezelfde compensatie indien de uitoefeningsprijs van de warrants gelijk is aan de marktprijs van het onderliggende aandeel ($Oo = P$). De marktprijs van het onderliggende aandeel duiden wij in het vervolg kortweg aan als de marktprijs.

Eerder, in paragraaf 3, hebben wij al gedefinieerd dat onder volledige compensatie voor warrants wordt verstaan dat de bodemwaarde onveranderd blijft.

De nieuwe praktijkformule biedt in alle gevallen een volledige compensatie voor kapitaalverwatering. De oude praktijkformule biedt alleen volledige compensatie in geval van de uitgifte van bonusaandelen en/of als de uitoefeningsprijs van de warrants gelijk is aan de marktprijs.

Indien de marktprijs lager is dan de uitoefeningsprijs van de warrants, biedt de oude praktijkformule meer dan volledige compensatie, in het omgekeerde geval minder dan volledige compensatie. Eén en ander kan duidelijk worden gemaakt door middel van een cijfervoorbeeld.

Cijfervoorbeeld:

De onderneming FICTIEF N.V. heeft een aandelen-vermogen van f 100.000,- verdeeld in 1000 aandelen van elk f 100,- nominaal. FICTIEF N.V. heeft voorts warrants uitstaan. Wij onderscheiden

twee casusposities voor FICTIEF N.V. waarin verschillende marktprijzen worden verondersteld. Deze zijn weergegeven in tabel 1.

Tabel 1: Warrants FICTIEF N.V. bij verschillende marktprijzen

Marktprijs voor kapitaalverhoging	Warrant-ratio = Ro	Uitoefeningsprijs = Oo	Bodemwaarde = W
f 300,-	1	f 400,-	-/- f 100,- ¹⁰
f 500,-	1	f 400,-	f 100,-

Wij veronderstellen dat FICTIEF N.V. twee kapitaalverhogingen overweegt waaruit zij een keuze wil maken:

- 1 het verstrekken van 1 bonusaandeel per 10 uitstaande aandelen;
- 2 het verstrekken van voorkeursrechten aan de aandeelhouders waarmee zij per 10 aandelen in hun bezit 1 aandeel voor f 100,- kunnen kopen.

Het beschikbaar stellen van een stock-dividend kan worden beschouwd als een emissie à pari en komt dan dus cijfermatig op hetzelfde neer als de voorkeursemissie. Wij zullen dit geval dan ook niet verder uitwerken.

In tabel 2 zijn de gevolgen van de vorenstaande kapitaalverhogingen en het hieraan verbonden gebruik van anti-verwateringsclausules uitgewerkt.

Voor de berekening van de marktprijs per aandeel, na de kapitaalverhoging is verondersteld dat de totale marktwaarde na kapitaalverhoging gelijk is aan de som van de marktwaarde van het eigen vermogen voor de kapitaalverhoging en het bedrag aan eigen vermogen dat door de kapitaalverhoging wordt verworven.

De theoretische marktprijs na de kapitaalverhoging wordt in regel 1 berekend door het aantal uitstaande aandelen voor de kapitaalverhoging (1000) te vermenigvuldigen met de marktprijs voor de kapitaalverhoging (respectievelijk f 500,- en f 300,-) en te sommeren met het bedrag aan nieuw eigen vermogen, respectieve-

Tabel 2: Gevolgen voor FICTIEF N.V. van verschillende kapitaalverhogingen en het hieraan verbonden gebruik van anti-verwateringsclausules (bedragen zijn in guldens)

		P = f 500,-		P = f 300,-	
		bonus-aandelen (1)	voorkeurs-emissie (2)	bonus-aandelen (3)	voorkeurs-emissie (4)
1	marktprijs na kapitaalverhoging = P'	454,55	463,64	272,73	281,82
2	uitoefeningsprijs vóór kapitaalverhoging = Oo	400,-	400,-	400,-	400,-
3	uitoefeningsprijs o.b.v. oude a.v.c. = On	363,64	372,73	363,64	372,73
4	uitoefeningsprijs o.b.v. nieuwe a.v.c. = On'	363,64	370,91	363,64	375,76
5	warrant-ratio vóór kapitaalverhoging = Ro	1	1	1	1
6	warrant-ratio o.b.v. oude a.v.c. = Rn	1,1	1,073	1,1	1,073
7	warrant-ratio o.b.v. nieuwe a.v.c. = Rn'	1,1	1,078	1,1	1,065
8	bodemwaarde vóór kapitaalverhoging	100	100	-/- 100	-/- 100
9	bodemwaarde o.b.v. oude a.v.c.	100	97,55	-/- 100	-/- 97,55
10	bodemwaarde o.b.v. nieuwe a.v.c	100	100	-/- 100	-/- 100

lijk 100×0 en $100 \times f 100,-$. De som wordt gedeeld, door het aantal uitstaande aandelen na de kapitaalverhoging ($1000 + 100$).

Op de regels 2 en 5 zijn de uitoefeningsprijs en de warrant-ratio voor de kapitaalverhoging weergegeven. Deze zijn ontleend aan tabel 1. De correcties van de uitoefeningsprijs en de warrant-ratio op de regels 3, 4, 6 en 7 zijn berekend door de betreffende variabelen te substitueren in de formules 4a t/m 5b.

De bodemwaarde voor de kapitaalverhoging is weergegeven op de regel 8. Op de regels 9 en 10 zijn de bodemwaarden na de kapitaalverhoging bepaald. Deze zijn berekend door, conform de formule 1, het verschil van de marktprijs na de kapitaalverhoging en de uitoefeningsprijs na correctie door middel van de a.v.c. te vermenigvuldigen met de warrant-ratio na de kapitaalverhoging.

Uit de kolommen (1) en (3) kunnen we constateren dat bij een verstrekking van bonusaandelen, ongeacht welke praktijkformule we gebruiken, de bodemwaarde onveranderd blijft. De bodemwaarde in de uitgangspositie (regel 8) is namelijk dezelfde als de bodemwaarde na correctie door middel van de anti-verwateringsclausules (regels 9 en 10). Het feit dat het verschil tussen de marktprijs en de uitoefeningsprijs in kolom (1) wordt verkleind van f 100,- tot f 90,91 (f 454,55 -/- f 363,64) of in kolom (3) van -/- f 100,- tot -/-

f 90,91 (f 272,73 -/- f 363,64) wordt gecompenseerd door een stijging van de warrant-ratio van 1 tot 1,1.

Uit de cijfers van de tabel 2 is duidelijk te zien dat, indien zowel een verlaging van de uitoefeningsprijs als een verhoging van de warrant-ratio plaatsvindt, het gebruik van de nieuwe praktijkformule volledige compensatie biedt.

De oude praktijkformule biedt volledige compensatie bij het ter beschikking stellen van bonusaandelen, in andere gevallen alleen als de marktprijs gelijk is aan de uitoefeningsprijs.

Indien er sprake is van een voorkeursemissie of een ter beschikking stellen van stock-dividenden dan biedt de oude praktijkformule ondercompensatie als de marktprijs hoger ligt dan de uitoefeningsprijs. In het tegenovergestelde geval biedt de oude praktijkformule overcompensatie. Wij zullen dit toelichten aan de hand van tabel 2.

Met behulp van de informatie in kolom (2), waarin geldt dat de uitoefeningsprijs lager ligt dan de marktprijs, kunnen we zien dat de nieuwe praktijkformule volledige compensatie biedt. Bij het gebruik van de oude praktijkformule is de uitoefeningsprijs hoger en is de warrant-ratio lager dan bij de nieuwe praktijkformule. Aangezien de warrant-houder bij een gebruik van de oude praktijkformule in het nadeel is voor wat betreft zowel de uitoefeningsprijs als de warrant-ratio is er hier sprake van ondercompensatie.

Met behulp van kolom (4), waarin geldt dat de uitoefeningsprijs hoger ligt dan de marktprijs kunnen we zien dat de nieuwe praktijkformule volledige compensatie biedt. Bij het gebruik van de oude praktijkformule is de uitoefeningsprijs lager en is de warrant-ratio hoger dan bij de nieuwe praktijkformule. De bodemwaarde stijgt hier van $-/- f 100,-$ tot $-/- f 97,55$, er is dus sprake van overcompensatie.

Rietkerk¹¹ die dit verschijnsel bij converteerbare obligaties constateert acht het bieden van overcompensatie, indien de marktprijs lager ligt dan de conversiekoers (in ons geval de uitoefeningsprijs), een voordeel voor de oude praktijkformule, omdat op deze manier de conversiekoers (uitoefeningsprijs) geruisloos kan worden verlaagd en zo conversie (warrant-uitoefening) kan worden bevorderd.

Dezelfde redenering zou men voor warrants kunnen hanteren. In een aantal gevallen is één van de motieven voor de uitgifte van warrants het verwerven van eigen vermogen op langere termijn. Bovendien maakt het onuitgeoefend aflopen van warrants een onderneming niet populair bij haar vermogensverschaffers. Mijns inziens moet echter niet worden vergeten dat het doel van een a.v.c. het bieden van compensatie voor kapitaalverwatering is, niet meer en niet minder. Indien een a.v.c. overcompensatie biedt dan worden de aandeelhouders van een onderneming benadeeld ten opzichte van de warranthouders. De warranthouders krijgen hun aandelen dan te goedkoop.

De conclusie van deze paragraaf is dat het gebruik van de nieuwe praktijkformule precies volledige compensatie biedt voor kapitaalverwatering. De oude praktijkformule biedt ondercompensatie indien de marktprijs hoger ligt dan de uitoefeningsprijs en overcompensatie in het tegenovergestelde geval. Wij prefereren het gebruik van de nieuwe praktijkformule, omdat deze het beste aan het doel van de anti-verwateringsclausule, zijnde bescherming tegen kapitaalverwatering, voldoet.

6 Het gebruik van anti-verwateringsclausules in Nederlandse warrant-overeenkomsten

Brüggeman¹² schrijft dat zich twee varianten voordoen bij de toepassing van anti-verwateringsclausules. In het eerste geval blijft de warrant-ratio gelijk en wordt de uitoefeningsprijs gewijzigd en in het tweede geval blijft de uitoefeningsprijs gelijk en wordt de warrant-ratio gewijzigd.

Brüggeman neemt in zijn overzicht niet op de mogelijkheid dat zowel de uitoefeningsprijs wordt verlaagd als de warrant-ratio wordt verhoogd hetgeen zoals wij in de vorige paragraaf hebben geconstateerd de enige theoretische juiste wijze van compensatie is.

Wij hebben onderzocht op welke manier Nederlandse ondernemingen anti-verwateringsclausules toepassen bij warrant-emissies. De resultaten zijn samengevat in tabel 3.

Tabel 3: De toepassing van anti-verwateringsclausules door Nederlandse ondernemingen (de getallen in de tabel stellen het aantal ondernemingen dat een bepaalde praktijkformule toepast)

	correctie uitoefenings- prijs en warrant- ratio	alleen correctie uitoefenings- prijs	alleen correctie uitoefenings- prijs (speciaal)	to- taal
nieuwe praktijk- formule	4	10	1	15
oude praktijk- formule	3	8	1	12
totaal	7	18	2	27

Uit tabel 3 kunnen we constateren dat geen speciale voorkeur bestaat voor de nieuwe dan wel de oude praktijkformule. Twaalf van de zevenentwintig ondernemingen maakten gebruik van de oude praktijkformule en vijftien ondernemingen maakten gebruik van de nieuwe praktijkformule.

Met behulp van de gegevens uit de tabel 3 kunnen we constateren dat in slechts zeven van de

zevenentwintig gevallen een volledige praktijkformule werd opgenomen. In twintig gevallen werd een formule opgenomen die alleen voorzag in een correctie van de uitoefeningsprijs en dus niet van de warrant-ratio. Naast de mogelijkheden om de uitoefeningsprijs te corrigeren op basis van de oude of de nieuwe praktijkformule maakte ook een onderneming gebruik van een speciale versie van de oude praktijkformule. Een andere onderneming gebruikte een alternatieve versie van de nieuwe praktijkformule.¹³

Met behulp van de cijfers uit de tabel 2 kunnen wij constateren dat het nadeel dat de warrant-houders kunnen ondervinden door het gebruik van een onvolledige a.v.c. aanzienlijk is.

In kolom (1) van de tabel 2 zien we dat de marktwaarde per aandeel daalt van f 500,- naar f 454,55 en dat de uitoefeningsprijs daalt van f 400,- naar f 363,64. Indien de warrant-ratio niet wordt veranderd dan wordt de nieuwe bodemwaarde: $(f\ 454,55 - f\ 363,64) \times 1 = f\ 90,91$. De bodemwaarde daalt van f 100,- naar f 90,91. Dit betekent een verlies voor de warrant-houders van f 9,09. De aandeelhouders van deze onderneming zullen er dus baat bij hebben om aan te dringen op een verstrekking van bonusaandelen, omdat dit een vermogensoverheveling voor hen betekent die door de houders van warrants moet worden 'betaald'. Ook in het geval dat de marktprijs onder de uitoefeningsprijs ligt, betekent de situatie waarin de warrant-ratio niet wordt gewijzigd een nadeel ten opzichte van de situatie waarin dat wel gebeurt.

Zolang de marktprijs onder de uitoefeningsprijs ligt, zal het recht doorgaans niet worden uitgeoefend. Zodra dit echter wel gebeurt verdient men bij een constante warrant-ratio het verschil tussen de marktprijs en de uitoefeningsprijs.

Indien de warrant-ratio wordt verhoogd tot 1,1 dan wordt 1,1 maal het verschil tussen de marktprijs en de uitoefeningsprijs verdiend. We kunnen stellen dat het opnemen van een a.v.c. die alleen de uitoefeningsprijs corrigeert leidt tot een benadeling van de warrant-houders. Deze theoretisch niet te verklaren c.q. te verdedigen manier van compensatie is opgetreden bij twintig van de zevenentwintig onderzochte Nederlandse emissies.

7 Samenvatting en conclusies

In dit artikel hebben wij het gebruik van anti-verwateringsclausules in trustaktes van aandelenwarrants besproken.

In die praktijk worden twee formules gebruikt: de oude en de nieuwe praktijkformule. Beide formules voorzien in geval van kapitaalverwatering in een daling van de uitoefeningsprijs en in een stijging van de warrant-ratio. Indien de bodemwaarde van de warrant als uitgangspunt wordt genomen dan biedt de nieuwe praktijkformule precies volledige compensatie.

De oude praktijkformule biedt volledige compensatie indien bonusaandelen worden verstrekt. Bij een voorkeursemissie of een ter beschikking stellen van stock-dividend biedt de oude praktijkformule alleen volledige compensatie als de marktprijs van de aandelen gelijk is aan de uitoefeningsprijs van de warrants. Indien de marktprijs van de aandelen hoger ligt dan de uitoefeningsprijs, biedt de oude praktijkformule overcompensatie, in het omgekeerde geval ondercompensatie.

In tegenstelling tot de trustaktes van converteerbare obligatieleningen waarin vrijwel alle Nederlandse ondernemingen gebruik maken van de nieuwe praktijkformule treedt bij de toepassing van anti-verwateringsclausules in warrant-trustaktes een grote verscheidenheid op. Een minderheid van de ondernemingen gebruikt de volledige versie van de oude of de nieuwe praktijkformule waarbij zowel de uitoefeningsprijs wordt verlaagd als de warrant-ratio wordt verhoogd. Het merendeel van de Nederlandse ondernemingen gebruikt echter een anti-verwateringsclausule die alleen voorziet in een correctie van de uitoefeningsprijs. Deze theoretisch niet te verklaren c.q. te verdedigen manier van compensatie betekent aan aanzienlijk nadeel voor de houders van de warrants.

Het zou aanbeveling verdienen als Nederlandse ondernemingen in de trustaktes van warrants, evenals dit het geval is bij converteerbare obligaties, dezelfde formule zouden gebruiken. Wij geven op theoretische gronden de voorkeur aan de nieuwe praktijkformule, waarbij dan zowel de

uitoefeningsprijs wordt verlaagd als de warrant-ratio wordt verhoogd.

Noten

- 1 De auteur dankt Prof. Dr. P. W. Moerland en Drs. P. J. W. Duffhues die door hun kritisch commentaar hebben bijgedragen tot verbetering van een eerdere versie van dit artikel.
- 2 Duffhues, P. J. W.: 'Warrants: een waaier van gevarieerde kooprechten', *Tijdschrift voor Administrateurs en Controllers*, oktober 1987, pp. 16-20.
- 3 Bouma, J. L.: 'Leerboek der bedrijfseconomie, deel II', Wassenaar 1980, pp. 304.
- 4 Jong, de S. E. en Tempelaar, F. M.: 'Anti-verwaterings-clausules bij converteerbare obligatieleningen, enkele opmerkingen over en naar aanleiding van een nieuwe formule', *M. B. O.*, 1970, pp. 353.
- 5 Indien de uitgifte van aandelen geschiedt in plaats van een uitdeling van contanten uit het voor uitdeling bestemde gedeelte van de jaarwinst dan wordt 'q' op een andere wijze vastgesteld. Dit geldt zowel bij de converteerbare obligatie als bij de warrant. Ter wille van de eenvoud zullen wij hier verder geen aandacht aan schenken.
- 6 Diepenhorst, A. I.: 'Structuur en politiek', Purmerend 1956, pp. 83.
- 7 Klinken, van, L.: 'De converteerbare obligatie als financierings- en beleggingsinstrument door de recente ontwikkeling', *Bedrijfskunde* 1981, pp. 213.
- 8 Jong, de, S. E. en Tempelaar, F. M. t.a.p., pp. 357.
- 9 Cremers, F. J. M. G.: 'De rol van de warrant als financieringsinstrument voor de onderneming', Rotterdam 1979, pp. 94.
- 10 De bodemwaarde is slechts in wiskundige zin $-/- f 100,-$, in de werkelijkheid kan deze nooit negatief zijn en zal dan dus de waarde nul hebben.
- 11 Rietkerk, G.: 'De converteerbare obligatie', *MAB*, 1973, pp. 404.
- 12 Brüggeman, C. W. H.: 'Warrant, optie tussen claim en convertible', *Bank- en effectenbedrijf*, 1985, pp. 232.
- 13 De verlaging van de uitoefeningsprijs door middel van de alternatieve formules is groter dan die volgens de 'normale formules', dit dient waarschijnlijk ter (gedeeltelijke) compensatie voor het niet verhogen van de warrant-ratio.

Bijlage 1: Het gebruik van anti-verwaterings-clausules in trustaktes van converteerbare obligaties welke na 1980 door Nederlandse ondernemingen zijn geëmitteerd

Nieuwe praktijkformule:

- Océ van de Grinten 1983
- Amsterdam Rubber 1984
- Brink Molynebeheer 1984
- Automobiel Industrie 'Rotterdam' 1985
- Koninklijke Nijverdalen-Ten Cate 1985
- Algemene Bank Nederland 1985

- Hoogovens 1985
- Proost en Brandt 1985
- Koninklijke Nederlandse Papierfabrieken 1985
- Bobel 1986
- Samas Groep 1986
- Enraf Nonius 1986
- Holec N.V. 1986
- Industriele Maatschappij 1986
- Wolters Samsom-Groep 1986
- A. C. F.-holding 1988
- Hagemeyer 1988
- N. F. K.-holding 1988

Bijlage 2: Het gebruik van anti-verwaterings-clausules in warrant-overeenkomsten van Nederlandse ondernemingen

1 Nieuwe praktijkformule, volledig:

- Westland Utrecht Hypotheekbank 1977
- Algemene Bank Nederland 1986
- Bogamij 1986
- Stork 1987

2 Oude praktijkformule, volledig:

- Nationale Nederlanden 1976
- Nationale Nederlanden 1978
- Hunter Douglas 1984

3 Nieuwe praktijkformule, alleen correctie uitoefeningsprijs:

- Naarden Internationaal 1977
- Bredero Vastgoed 1983
- KLM 1983
- VNU 1983
- KLM 1985
- Bredero Vastgoed 1984
- Bredero Verenigde Bedrijven 1985
- Staal Bankiers 1986
- Meneba 1987
- van Ommeren 1987

4 Oude praktijkformule, alleen correctie uitoefeningsprijs:

- Akzo 1983
- Ahold 1983
- Gist-Brocades 1983
- Sumabel 1983
- MK International Ventures 1984
- AMRO-bank 1986
- Tulip Computers 1986
- NMB 1986

5 Nieuwe praktijkformule, alleen correctie uitoefeningsprijs door aangepaste formule:

- Atag Holding 1987

6 Oude praktijkformule, alleen correctie uitoefeningsprijs door aangepaste formule:

- Philips 1984