

# DE RECENTE MODIFICATIE IN DE CONVERSIETECHNIEK DER CONVERTEERBARE OBLIGATIE

door K. A. M. Bogaert, ec. drs.

## I. Inleiding

In de prospectussen van de vóór 1945 uitgegeven converteerbare obligaties, treft men onder meer een clause aan, waarin debitrice zich het recht voorbehoudt om eventueel tot een vervroegde aflossing van de lening over te gaan. Door deze clause beoogde debitrice een mogelijkheid te scheppen om te trachten reële conversie af te dwingen. Dit was uiteraard slechts denkbaar, indien de beurskoers de gestelde conversiekoers voldoende had overschreden. Voor de gebruikmaking van het recht tot vervroegde aflossing bleef debitrice derhalve gebonden aan een bepaalde hoogte van de beurskoers.

Ná 1945 werd aan deze clause enige uitbreiding gegeven door naast het recht van vervroegde aflossing, het recht op te nemen om de origineel vastgestelde conversiekoers te verlagen voor die obligaties welke vervroegd worden afgelost. Door deze laatst aangebrachte verfijning in de conversievoorwaarden heeft debitrice zich onafhankelijker weten te maken van de ontwikkeling in het verloop van de beurskoers. Immers blijkt de beurskoers de gestelde conversiekoers binnen de conversieperiode niet te overschrijden, dan kan debitrice besluiten tot vervroegde aflossing en verlaging van de origineel gestelde conversiekoers.

Op het eerste gezicht heeft men de neiging te veronderstellen, dat het bewerkstelligen van reële conversie voor de ondernemer thans geen moeilijkheden meer oplevert; men is zelfs geneigd aan te nemen, dat thans steeds reële conversie zal worden bereikt. Het wekt dan ook geen verwondering, dat Bervoets in de laatst aangebrachte verfijning der conversievoorwaarden, een wijziging ziet, welke het karakter van de converteerbare obligatie als financieringsfiguur in wezenlijke zin beïnvloedt.<sup>1)</sup> Zulks is te meer begrijpelijk, omdat deze schrijver zich baseert op het verloop van enige converteerbare obligatie-leningen, welke in elk opzicht aan de gekoesterde verwachtingen met betrekking tot de consequenties van de aangebrachte verfijning hebben voldaan.

## II. De visie Bervoets

In het kort kan het standpunt Bervoets, met betrekking tot de ontwikkeling der conversievoorwaarden, als volgt worden samengevat. De schrijver spreekt van de „vervolmaking van de conversievoorwaarden”, als gevolg waarvan de converteerbare obligatie niet langer behoeft te worden beschouwd als „de vlag, die een minderwaardige lading dekt”, geen noodsporg meer van de onderneming, welke in financiële moeilijkheden is geraakt en in de converteerbare obligatie een enig mogelijke uitweg ziet. „De moderne converteerbare obligatie wordt nog slechts uitgegeven met de bedoeling om op den duur permanent vermogen aan te trekken.” Debitrice immers richt de conversievoorwaarden actief op reële conversie. De converteerbare obligatie is „een financieringsfiguur geworden, welke juist door de allergrrootste en allersterkste ondernemingen wordt benut om nieuwe middelen aan te trekken.” Een aanwijzing voor beide conclusies

<sup>1)</sup> Vgl. Dr. K. W. A. Bervoets: De moderne converteerbare obligatie, Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde, April 1955, blz. 162.

meent Bervoets dan te vinden in de mogelijkheid, welke debitrice zich thans voorbehoudt, om een lagere conversiekoers vast te stellen voor die obligaties, welke men vervroegd wenst af te lossen. „De obligatiehouder zou daardoor op straffe van verlies van eigen voordeel, practisch gedwongen worden om tot reële conversie over te gaan”.

### III. *Critische beoordeling*

De vraag doet zich voor of aan de nieuw opgenomen clausule wel zodanig verstrekkende gevolgen mogen worden verbonden. Zal debitrice bij het uitzicht, dat de beurskoers de origineel gestelde conversiekoers binnen de conversieperiode niet zal overschrijden, steeds overgaan tot gebruikmaking van het recht van vervroegde aflossing onder verlaging van de conversiekoers? Zijn er geen beweegredenen aanwijsbaar, welke debitrice van zulk een handeling weerhouden?

Na het verschijnen van Bervoets' artikel hebben niet minder dan 28 nieuwe emissies plaatsgevonden. Ander en uitgebreider documentatiemateriaal staat ons thans derhalve ter beschikking, om welke reden het nuttig lijkt, om de mogelijke consequenties verbonden aan de recent aangebrachte modificatie der conversievoorwaarden, nog eens nader te beschouwen. Bij deze beschouwing zal uitgegaan worden van de volgende twee vragen:

- a. Welke zijn de motieven, die aan de uitgifte van een converteerbare obligatie ten grondslag liggen?
- b. Impliceert de nieuw opgenomen clausule met betrekking tot de verlaging van de conversiekoers, dat steeds reële conversie wordt beoogd en/of zal worden bereikt?

Getracht zal worden de theoretische veronderstellingen nader te staven aan de hand van concrete gegevens der 25 in het onderzoek betrokken emissies.<sup>2)</sup>

#### *Ad. a. Motieven*

Bij de analyse der motieven, welke aan de uitgifte van een converteerbare obligatie ten grondslag liggen gaan wij uit van twee categorieën ondernemingen, te weten, de categorie ondernemingen, welke evenzeer een aandelenemissie had kunnen plaatsen, doch om bepaalde redenen de voorkeur geeft aan een converteerbare obligatielening en de categorie ondernemingen, welke als gevolg van het stuiten op een gesloten emissiemarkt voor aandelen, besluit tot de uitgifte van converteerbare obligaties.

O.i. zullen voor de eerste categorie van ondernemingen, de volgende hoofdmotieven aan de uitgifte van een converteerbare obligatielening ten grondslag kunnen liggen:

- 1) een relatief financieringskostenvoordeel bij de uitgifte van converteerbare obligaties;
- 2) de mogelijkheid om potentieel een hoger agio te bedingen;
- 3) de mogelijkheid om via het overbruggend karakter der converteerbare obligatie, een bepaald gewenste financieringsstructuur te verkrijgen.

#### *Ad 1. Het relatief financieringskostenvoordeel*

De onderneming, waarvan de aandelen voldoende boven pari noteren om een nieuwe aandelenemissie met succes te kunnen volbrengen, zou

<sup>2)</sup> Slechts voor 25 ondernemingen zijn de benodigde gegevens compleet, zodat 3 ondernemingen buiten beoordeling blijven.

even goed via de uitgifte van aandelen in haar financieringsbehoefte kunnen voorzien. Zij laat dit echter na en besluit om haar vermogensbehoefte tijdelijk door middel van langdurig tijdelijk vermogen in de vorm van een converteerbare obligatielening te dekken, daarbij de verwachting koesterende om door reële conversie het doel van permanente vermogensuitbreiding toch te bereiken.

Aangenomen mag worden, dat de ondernemingen, welke een nieuwe aandelenemissie met succes zouden kunnen volbrengen, in het algemeen hoge prijs zullen stellen op handhaving van de dividendhoogte, teneinde een koersdruk te voorkomen. Handhaving van de dividendhoogte zal tot gevolg hebben, dat het bedrag aan uit te keren dividend bij een nieuwe emissie van aandelen toeneemt. Veelal zal het dividendpercentage aanmerkelijk hoger zijn dan de rente ener converteerbare obligatielening, zodat het relatieve kostenvoordeel zich eenvoudig laat berekenen door substitutie van de volgende formule:

$$(d - r).L$$

waarbij:  $d$  = het dividendpercentage  
 $r$  = het rentepercentage der obligatielening  
 $L$  = het bedrag der lening.

Het relatieve kostenvoordeel beperkt zich echter niet slechts tot het verschil in dividend en rente-percentage maal het bedrag der lening, doch is nog groter uit hoofde van het feit, dat de rente van de converteerbare obligatielening geheel ten laste van de exploitatierekening kan worden gebracht, als gevolg waarvan het bedrag der te betalen vennootschapsbelasting afneemt. Ook dit voordeel is nauwkeurig te berekenen aan de hand van onderstaande formule:

$$(a.r).L$$

waarbij:  $a$  = het percentage der vennootschapsbelasting  
 $r$  = het rentepercentage der obligatielening  
 $L$  = het bedrag der lening.

Beide voordelen kunnen in één formule als volgt worden samengevat:

$$\{(d - r) + a.r\}.L$$

De betekenis van dit voordeel mag niet worden onderschat. In diagram a wordt dit voordeel uitgedrukt in procenten van de netto-winst in het jaar van uitgifte of het jaar voorafgaand hieraan voor de 25 ondernemingen, welke in dit onderzoek zijn betrokken. Uit dit diagram blijkt, dat het voordeel bij alle 25 ondernemingen optreedt en 5% tot 44% van de netto-winst uitmaakt. Het is duidelijk, dat dit voordeel in het bijzonder voor die ondernemingen van belang is, welke voor expansie-investeringen nieuw kapitaal aantrekken.

Het moet worden toegegeven, dat dit relatieve kostenvoordeel eveneens optreedt, indien de onderneming zich van een gewone obligatielening zou bedienen. Waarom debitrice bij voorkeur in haar kapitaalbehoefte voorziet door de uitgifte van een converteerbare obligatielening, menen wij nog duidelijk te kunnen aantonen in het vervolg van dit artikel.

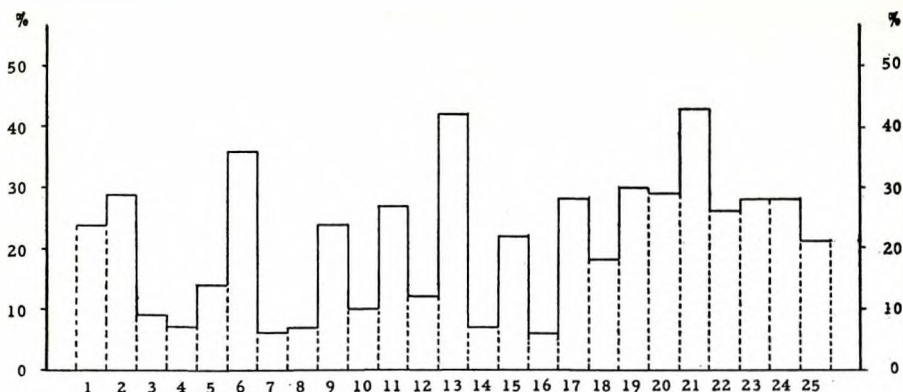


DIAGRAM a

### Ad 2. Agio-beding

Het tweede motief betreft de mogelijkheid tot het realiseren van een hoger agio. Aandelen, welke rechtstreeks worden geëmitteerd zullen niet tegen de koers kunnen worden uitgegeven, die als conversiekoers kan worden bedongen. Een emissie à pari of in geringe mate boven pari impliceert dat de agio-reserve niet of nauwelijks wordt gevoed. De situatie op de kapitaalmarkt in aanmerking nemende moet worden geconstateerd, dat in de laatste jaren aandelenemissies boven pari voor velen onbereikbaar waren. Het stellen van een emissiekoers van 200 was slechts voor enkelen mogelijk. Het bepalen van een conversiekoers van 200 evenwel wordt door de belegger vlot geaccepteerd. In feite wordt hier evenzeer een agio van 100 bedongen. De uiterlijke vormgeving is evenwel anders, om welke reden dit agio-beding de belegger waarschijnlijk minder opvalt. Ruim 56% van de aandelenemissies in de periode 1954 tot en met 1957 werd à pari uitgegeven. Van de resterende 44% welke boven pari werd uitgegeven, werd ruim 37% beneden de koers van 110 uitgegeven. In aanmerking nemende, dat in deze gevallen de emissiekosten in de koers van uitgifte zijn begrepen, mag worden aangenomen, dat 72½% der aandelenemissies à pari is geschied. De veronderstelling lijkt ons gerechtvaardigd, dat deze wijze van „potentiële” agio-bepaling een bijzonder aantrekkelijk aspect inhoudt voor de ondernemer.

### Ad 3. De financiële structuur

Zoals werd gesteld, mag niet zonder meer aan het feit voorbij worden gegaan, dat debitrice bij de beoging van het financieringskostenvoordeel, zich evenzeer van een gewone obligatielening of een onderhandse geldlening zou kunnen bedienen. De reden waarom debitrice zich bij de keuze tussen deze beide vormen en de converteerbare obligatie, ten gunste van de converteerbare obligatie kan uitspreken, moet hoofdzakelijk worden gezocht in het karakter van de converteerbare obligatie als financieringsfiguur. In deze financieringsfiguur ligt namelijk de mogelijkheid opgesloten om uiteindelijk een bepaald gewenste financiële structuur te bereiken. Indien reële conversie wordt bereikt, zal via een overbruggingsperiode waarin men zich verzekerd heeft van langdurig tijdelijk vermo-



gen, tenslotte toch de gewenste permanente vermogensuitbreiding worden bereikt. Het is zonder meer duidelijk, dat indien het nieuw aan te trekken vermogen bestemd is voor de dekking van financieringsbehoeften van een investeringsproject, waarvan de vergrote rentabiliteit eerst na enige jaren zal volgen, de mogelijkheid welke de converteerbare obligatie biedt, in twee opzichten bijzonder aantrekkelijk is:

- a. de relatief lagere financieringskosten
- b. de mogelijkheid om tenslotte toch de gewenste financiële structuur te bereiken, te weten uitbreiding van het permanent vermogen.

Deze laatste eigenschap, welke potentieel slechts aan een conventeerbare obligatie en niet aan een gewone obligatie, noch aan een onderhandse lening is verbonden, zal voor debitrice, uit hoofde van solvabiliteitsoverwegingen, de converteerbare obligatie tot een meer geschikte financieringsmethode maken.

Deze overbruggende functie — voornamelijk daar waar het nieuw aan te trekken vermogen bestemd is voor investeringen in projecten, waarvan de vergrote rentabiliteit eerst na jaren volgt — mag o.i. derhalve als een zelfstandig motief bij de keuze van deze financieringsfiguur worden aangemerkt.

### *Gesloten emissiemarkt*

Indien de ondernemer zijn kansen op het welslagen ener emissie van aandelen gering of zelfs uitgesloten acht, zal de converteerbare obligatie voor deze ondernemer een dankbare en zelfs meest verkieslijke uitweg zijn om in zijn kapitaalbehoefte te voorzien. Indien een nieuwe aandelenemissie vrijwel of geheel onmogelijk blijkt, is het aantal voorhanden alternatieven gering. Indien de keuze niet bepaald wordt tot de converteerbare obligatielening, zou deze ondernemer moeten besluiten tot een gewone obligatielening, een onderhandse lening, een hypothecair crediet of een bankcrediet. Het bankcrediet zal in het algemeen in een dergelijk geval moeilijk verkrijgbaar zijn en is bovendien relatief duur. Het bedrag ener hypothecaire lening zal meestal niet meer dan 70 à 75% van de geschatte waarde der verbonden goederen bedragen. Zowel een onderhandse lening als een obligatielening heeft tot consequentie een vaste rentelast en een aflossingsverplichting, waar juist de converteerbare obligatie nog een *uitwijkmogelijkheid* biedt om aan de vaste rente- en aflossingsverplichting te ontkomen in het geval het getij zich ten gunste keert voor de onderneming. Voorts zullen het relatieve financieringskosten- en fiscale voordeel, alsmede de bijzondere wijze van potentiële agio-bepaling, met name voor de financieel zwakke onderneming de converteerbare obligatie tot een aantrekkelijke financieringsfiguur maken.

Op grond van het bovengestelde menen wij te mogen aannemen, dat de financieel zwakke onderneming — in tegenstelling dus tot hetgeen Bervoets heeft gesteld — zich evenzeer bij de voorziening van zijn kapitaalbehoefte kan bedienen van de converteerbare obligatie.

Wij moeten toegeven, dat het minder gemakkelijk is vast te stellen onder welke omstandigheden een onderneming voor een nieuwe aandelenuitgifte van de emissiemarkt is uitgesloten. Het is duidelijk, dat die ondernemingen onder deze categorie vallen, wier aandelen beneden pari noteren. Uit het onderzoek naar de 25 uitgiften van converteerbare obligatie evenwel blijkt, dat geen der ondernemingen op deze grond tot de uitgifte van converteerbare obligaties heeft moeten besluiten. De financieringstheorie voorziet niet in een bevredigende methode welke een

concreet antwoord geeft op de vraag, in welke mate de aandelenkoers zich boven de paristand moet verheffen om een gegeven vermogensbedrag via een aandelenemissie te kunnen aantrekken. Het is moeilijk om in concreto aan te geven of en in welke mate bepaalde ondernemingen, welke onlangs van de converteerbare obligatie gebruik hebben gemaakt, van de emissiemarkt waren uitgesloten.<sup>3)</sup>

Desondanks menen wij te mogen aannemen, dat het gebruik van de converteerbare obligatie als financieringsfiguur niet beperkt behoeft te blijven tot de financieel sterke ondernemingen. Als belangrijkste beweegredenen voor de uitgifte van een converteerbare obligatielening gelden o.i. de relatieve financieringskosten- en fiscale voordelen, alsmede de mogelijkheid om een hoger agio te bedingen, alsmede beweegredenen verband houdende met de financiële structuur van de onderneming. Deze motieven gelden voor beide onderscheiden categoriën van ondernemingen. Voor de financieel zwakke onderneming geldt o.i. voorts nog het motief van de gesloten emissiemarkt.

#### *Ad. b. Verfijning conversietechniek*

De vraag rijst thans of uit de inhoud van de conversievoorwaarden kan worden afgeleid of reële conversie wordt beoogd en voorts of door de vernieuwing van de conversietechniek reële conversie inderdaad voor alle ondernemingen bereikbaar mag worden geacht.

Als men stelt, dat het tegenwoordig in de bedoeling van iedere onderneming ligt, die converteerbare obligaties uitteeft om op den duur permanent vermogen aan te trekken, suggereert men sterk, dat reële conversie thans steeds zal worden bereikt. Wij menen echter te moeten opmerken, dat het scheppen van gunstige conversievoorwaarden nog niet impliceert, dat de daarin neergelegde mogelijkheden effectief zullen kunnen worden benut. Zulks zal in hoge mate afhankelijk zijn van een aantal verhoudingen binnen en buiten de onderneming. O.i. zal het besluit tot gebruikmaking van de nieuwe clause, in hoge mate afhankelijk zijn:

- a) van de consequenties, welke reële conversie met zich brengt met betrekking tot de toeneming van het bedrag aan dividenduitkeringen en de verzwaring van de fiscale lasten;
- b) van de lengte van de conversieperiode;
- c) van het verloop van de beurskoers binnen de conversieperiode;
- d) van de te verwachten houding van de obligatiehouder.

Hoe liggen deze verhoudingen bij de 25 in dit onderzoek betrokken ondernemingen? Wij zullen ons eerst bepalen tot een theoretische benadering van de invloed van elk der factoren afzonderlijk op de toepassing van de nieuwe clause. Vervolgens zal worden nagegaan aan de hand van de concrete gegevens der 25 ondernemingen, in hoeverre mag worden verwacht, dat conversie zal worden bereikt op normale wijze of door toepassing van het recht der vervroegde aflossing met verlaging van de conversiekoers en voorts of conversie in het geheel wel zal worden bereikt. Het is duidelijk, dat de uitspraken in hoge mate indicatief en tentatief zijn, zodat er geen absolute waarde aan mag worden verbonden.

---

<sup>3)</sup> De expansiereserve theorie geeft een methode aan tot bepaling van de grenzen, waaraan het opnemen van vermogen via aandelen is gebonden. Tegen deze methode zijn bezwaren ingebracht o.m. tegen de vooropstellingen, waarvan deze theorie uitgaat en welke als onvoldoende reëel worden beschouwd door verschillende auteurs. Gezien de heersende meningsverschillen in dit opzicht, zal de methode door ons niet worden gebruikt in deze studie.

*Ad (a). De toeneming van het bedrag aan dividenduitkeringen en de verzwaring van de fiscale lasten*

Reële conversie heeft tot consequentie, dat de ondernemer een groter bedrag aan dividend zal moeten uitkeren. Dit bedrag evenwel zal bij handhaving van het dividendpercentage niet meer gelijk zijn aan het verschil in dividend- en rentepercentage vermenigvuldigd met het nominaal bedrag der lening, doch zal na reële conversie afhankelijk zijn van de gestelde omwisselingsverhouding.<sup>4)</sup> Om te kunnen beoordelen, in hoeverre dit bedrag aan toenemende dividenduitkeringen en de verzwaring van de fiscale lasten een remmende invloed kunnen hebben op de wenselijkheid om reële conversie te bewerkstelligen, hebben wij deze bedragen berekend en in procenten van de netto-winst in het jaar van uitgifte uitgedrukt. Men vergelijke daartoe bijlage I, diagram b. Het blijkt, dat in het merendeel der gevallen reële conversie een financieel nadeel met zich brengt als gevolg van een verhoogd bedrag aan uit te keren dividend en een toeneming van de fiscale lasten. In enkele gevallen, met name voor de ondernemingen 17, 18, 20, 21, 24 en 25 ligt dit percentage hoog. Voor de onderneming 22 betekent reële conversie in dit opzicht geen nadeel.

Het blijkt dat het effect van een verhoogd bedrag aan dividenduitkeringen, alsmede van een toeneming der fiscale lasten, gezamenlijk een remmende invloed kunnen uitoefenen op de toepassing van de nieuwe clause. Het moet echter voor mogelijk worden gehouden, dat de winsten door de nieuwe investeringen na enige tijd toenemen (zulks zal in hoge mate afhankelijk zijn van de bestemming van het nieuw aangetrokken vermogen en van het welslagen van het nieuwe investeringsproject), om welke reden de berekende nadelige effecten mogelijk procentueel een daling zullen vertonen in de toekomst. Is de conversieperiode kort gesteld en is het doel van het nieuw aangetrokken vermogen gelegen in expansiefinancieringen, dan zal — zo er sprake is van een groot nadelig effect van de faktor „financieringskosten” de clause van vervroegde aflossing met verlaging van de conversiekoers weinig praktische waarde hebben.

*Ad b/c. De lengte van de conversieperiode, het beurskoersverloop*

De lengte van de conversieperiode moet als een belangrijke faktor worden beschouwd met betrekking tot de vraag of steeds van het recht van verlaging gebruik zal worden gemaakt. De lengte van de conversieperiode als zodanig zegt niets in dit opzicht; deze krijgt pas betekenis indien zij wordt beschouwd in het licht van de faktor a. Om deze reden hebben wij in bijlage I diagram c (aangevende de lengte van de conversieperiode) geplaatst onder diagram b (aangevende het nadelig effect van het verhoogde bedrag aan financieringskosten na conversie, uitgedrukt in procenten van de netto-winst). Het valt onmiddellijk op, dat die ondernemingen waarbij dit nadelig effect groot is praktisch allen een lange conversieperiode hebben gesteld, terwijl bijna in alle gevallen waar dit nadelig effect klein of nihil is, de conversieperiode kort is gesteld. Hieruit zou mogen worden afgeleid, dat bij de vaststelling van de lengte der conversieperiode rekening is gehouden met de invloed van de hogere financieringskosten na reële conversie.

<sup>4)</sup>  $aL(d) - (r.L) + (a.r)L$ , waarbij  $a$  = omwisselingsverhouding.

BIJLAGE I

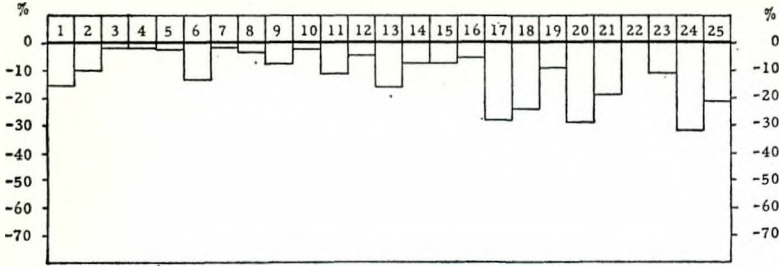


DIAGRAM b

Nadelig gevolg van het verhoogde bedrag aan dividenduitkeringen en van belastingtoeneming na conversie, uitgedrukt in procenten van de netto winst in het jaar van uitgifte

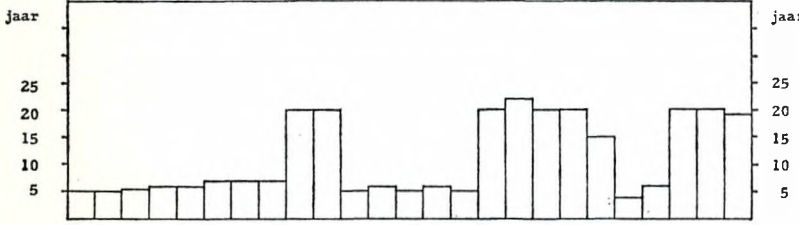


DIAGRAM c

Lengte conversieperiode

250	200	281	271	275	200	340	200	250	245	245	195	240	210	154	255	200	159	200	225	150	160	150	112	160	112
283	222	324	325	277	195	349	245	260	259	245	215	365	262	254	334	169	139	180	280	153	184	172	154	154	154
		282	351	236	95	222	187	224	250	224	184	310	202	183	288	112	122	185	218	122	175	157	137	137	129

TABEL d

Conversiekoers

Hoogste koers 1956

Hoogste koers 1957

		3	4							10	11	12		14	15							21	22	X	25
--	--	---	---	--	--	--	--	--	--	----	----	----	--	----	----	--	--	--	--	--	--	----	----	---	----

TABEL e

Normale conversie

1	2			5		7	8	9																X	
---	---	--	--	---	--	---	---	---	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	---	--

TABEL f

Verlaging conversiekoers

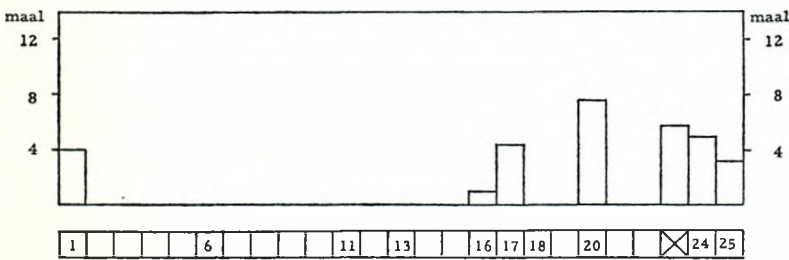


DIAGRAM g

Aantal malen dat de netto winst per jaar begrepen is op het nominale bedrag der lening

1					6						11		13				16	17	18					X	24	25
---	--	--	--	--	---	--	--	--	--	--	----	--	----	--	--	--	----	----	----	--	--	--	--	---	----	----

TABEL h

Geen conversie

O.i. zal, als het verloop van de beurskoers in de conversieperiode, indien deze kort is gesteld, zodanig is, dat de origineel gestelde conversiekoers wordt overschreden, de kans op normale conversie redelijk groot zijn.<sup>5)</sup> Om deze reden is onder de diagrammen b en c in bijlage I, tabel d opgenomen, aangevende de hoogste koersen in 1956 en 1957. Het blijkt, dat de beurskoers de origineel gestelde conversiekoers in beide jaren overtreft bij de ondernemingen 3, 4, 10, 12, 14, 15, 21 en 22. Tevens blijkt, dat deze ondernemingen met uitzondering van onderneming 10 een kort

<sup>5)</sup> Een en ander zal afhankelijk zijn van de conversiepariteit, waarop in dit artikel niet verder wordt ingegaan.



gestelde conversieperiode hebben, om welke reden wij veronderstellen, dat deze ondernemingen indien het beurskoersverloop gunstig blijft in de eerstkomende jaren, op normale wijze reële conversie zullen bereiken, hetgeen wordt uitgedrukt in tabel e van bijlage I. Voor deze ondernemingen heeft de clauseule van verlaging der conversiekoers slechts betekenis als extra veiligheidsklep.

Wij gaan vervolgens na, welke ondernemingen zullen overgaan tot verlaging van de conversiekoers. De veronderstelling in deze richting is gebaseerd op de gegevens van de diagrammen b en c en tabel d, alsmede op de volgende theoretische uitgangspunten:

- Tot verlaging van de conversiekoers zal slechts worden overgegaan, indien bij debitrice de verwachting niet meer aanwezig is, dat de beurskoers de origineel gestelde conversiekoers zal overtreffen binnen de gestelde conversieperiode;
- Tot verlaging van de conversiekoers zal niet worden overgegaan, indien het nadelig effect van de dividendverruiming en het fiscale nadeel een hoog percentage uitmaakt van de netto-winst;
- Bij een kort gestelde conversieperiode zal de mogelijkheid om het recht toe te passen kleiner zijn dan bij een lang gestelde conversieperiode, als beide bovengestelde omstandigheden zich voordoen.

Uit de gegevens van de diagrammen b en c en tabel d van bijlage I blijkt, dat de hoogste beurskoers van de ondernemingen 2, 5, 7, 8, of in 1956 of in 1957 de origineel gestelde conversiekoers niet overschrijdt, dat het nadelig effect van de verhoogde financieringskosten gering is bij deze ondernemingen, dat de conversieperiode kort is gesteld.

Daarom wordt voor deze ondernemingen verondersteld, dat tot vroegde aflossing met verlaging van de conversiekoers zal worden overgegaan, indien debitrice niet langer de verwachting koestert, dat de beurskoers zich binnen de resterende jaren van de kort gestelde conversieperiode de origineel gestelde conversiekoers zal overschrijden. Deze conclusie is vastgelegd in tabel f.

Voor onderneming 6 wordt verondersteld, dat zij niet tot verlaging van de conversiekoers zal overgaan, ondanks een kort gestelde conversieperiode, gezien het nadelig effect van de hogere financieringskosten na conversie. Bovendien is de beurskoersontwikkeling in 1957 zodanig (95), dat bezwaarlijk kan worden verwacht, dat verlaging van de conversiekoers zou leiden tot reële conversie. Deze onderneming zal o.i. geen reële conversie bereiken, indien de netto-winst en de beurskoers zich niet in sterke mate gunstiger gaan ontwikkelen. Vergelijk tabel h.

Voor onderneming 11, welke het recht van verlaging der conversiekoers niet expliciet <sup>9)</sup> heeft opgenomen, mag worden verondersteld, dat reële conversie zal worden bereikt, indien de beurskoers zich gunstiger gaat ontwikkelen of dat in het geheel geen conversie wordt bereikt bij eenzelfde of ongunstiger beurskoersverloop. Vergelijk tabel e en h.

Voor onderneming 13, welke eveneens een korte conversieperiode heeft gesteld en waarvan de beurskoers in 1957 de origineel gestelde conversiekoers niet overschrijdt, wordt verondersteld, dat niet tot verlaging van

---

<sup>9)</sup> Wel is een correctie op de conversiekoers mogelijk bij een nieuwe emissie van aandelen, bij uitgifte van bonusaandelen of stockdividend.

de conversiekoers zal worden overgegaan, op grond van het nadelig effect van de hogere financieringskosten (16%). Gezien de bestemming van het nieuw aangetrokken vermogen is gelegen in voorraadfinanciering moet het niet voor onmogelijk worden gehouden, dat dit nadeel procentueel in korte tijd zal afnemen, zodat toch tot verlaging zal kunnen worden overgegaan. Hetzelfde geldt voor onderneming 1. Vergelijk tabel f en h.

De ondernemingen 9 en 19 hebben een lange conversieperiode, geen groot nadelig effect van hogere financieringskosten na reële conversie en een beurskoers — alhoewel op zich voldoende hoog om voldoende vertrouwen bij de obligatiehouder te wekken — welke beneden de origineel gestelde conversiekoers blijft. Ook voor deze ondernemingen mag derhalve worden verondersteld, dat zij tot verlaging van de origineel gestelde conversiekoers zullen overgaan, als de beurskoers in de conversieperiode beneden de conversiekoers blijft. Vergelijk tabel f.

Onderneming 18 vormt een uitzondering. Deze onderneming heeft een lange conversieperiode gesteld, en een voldoende hoge beurskoers in 1956 en 1957 om tot verlaging van de conversiekoers over te gaan. Het nadelig effect van hogere financieringskosten na conversie evenwel is groot, zodat, tenzij de netto-winst in de toekomst in sterke mate toeneemt, deze onderneming niet spoedig zal overgaan tot gebruikmaking van het recht om de conversiekoers te verlagen. Beoordeeld naar de huidige situatie zal derhalve weinig kans op reële conversie in de naaste toekomst bestaan. Gebruikmaking van het recht tot verlaging zal o.i. slechts plaatsvinden als de netto-winst in de toekomst in sterke mate toeneemt. Normale conversie zal slechts plaatsvinden als in de toekomst de beurskoers de conversiekoers voldoende overschrijdt. Vergelijk tabel e, f en h.

#### *Ad d. De te verwachten houding van de obligatiehouder*

Buiten een beoordeling bleven tot op heden de ondernemingen 16, 17, 20, 23, 24 en 25. Dit geschiedde, omdat deze ondernemingen buiten het kader van de tot op heden gebruikte beoordelingscriteria vielen. Het blijkt, indien diagram c wordt geraadpleegd, dat deze resterende ondernemingen, alle een lange conversieperiode hebben. Met uitzondering van onderneming 16 blijken deze resterende ondernemingen tevens allen een groot nadelig effect van hogere financieringskosten na conversie te hebben. Alvorens over te gaan tot de beantwoording van de vraag of deze ondernemingen een redelijke kans hebben om normale conversie te bereiken of dat in al deze gevallen zal worden overgegaan tot verlaging van de conversiekoers en tenslotte of dat wellicht de mogelijkheid het grootst is, dat reële conversie in het geheel niet wordt bereikt, zal het onvermijdelijk zijn de beoordelingscriteria in aantal uit te breiden.

Uit tabel d blijkt namelijk, dat de absolute hoogte van de beurskoers van deze ondernemingen niet zodanig is, dat de obligatiehouder zonder meer zal besluiten tot reële conversie bij verlaging van de conversiekoers. De te verwachten houding van de obligatiehouder bij toepassing van het recht van verlaging gaat hier een rol spelen.

Vooropgesteld zij, dat de ondernemer bij toepassing van het recht van verlaging de nieuwe conversiekoers zorgvuldig zal moeten afstemmen op de beurskoers. In ieder geval zal het rendement van het aandeel veel hoger moeten zijn dan dat van de obligatie en het aandeel zal door con-

versie goedkoper moeten kunnen worden verkregen dan door verkoop van de obligatie en inkoop van het aandeel ter beurze.<sup>7)</sup>

Een verlaging van de conversiekoers houdt onmiskenbaar een aanwijzing voor de obligatiehouder in, dat debitrice de hoop op overschrijding van de origineel gestelde conversiekoers door de beurskoers heeft laten varen. Is de beurskoers voldoende hoog, dan zal een verlaging van de conversiekoers de obligatiehouder geen wantrouwen geven. Is de absolute hoogte van de beurskoers echter laag, dan mag het niet voor onmogelijk worden gehouden, dat de obligatiehouder zich zeer tevreden voelt met het bezit van zijn obligatie, waarmede hij de nominale hoofdsom behoudt, plus zijn vaste rente, plus zijn voorkeursrechten op uitkeringen bij faillissement. Door de nieuwe conversiekoers te stellen beneden de lage geldende beurskoers geeft debitrice toch immers te kennen, dat zij een hogere beursnotering in de naaste toekomst voor onmogelijk houdt?!

De kans op reële conversie door verlaging van de conversiekoers is bij deze ondernemingen derhalve niet bijzonder groot. Het bespoedigen van reële conversie is voor de ondernemer bij onvoldoende zekerheid omtrent het welslagen ervan een uitermate hachelijke aangelegenheid. Mislukking betekent immers, dat werkelijk tot vervroegde aflossing zou moeten worden overgegaan, waardoor een min of meer onverwachte eis aan de liquiditeitspositie van de onderneming zou worden gesteld.

Wij zouden hier als minimum eis willen stellen, dat de ondernemer die bij een lage absolute beurskoers zou willen overgaan tot de toepassing van zijn recht tot vervroegde aflossing met verlaging van de conversiekoers over een netto-winst in het jaar voorafgaand aan de vervroegde aflossing dient te beschikken, welke minstens gelijk is aan het bedrag der aflosbaar gestelde obligaties. Uitgaande van deze minimum eis hebben wij de nettowinst van de ondernemingen 1, 16, 17, 20, 23, 24 en 25 nader beschouwd.<sup>8)</sup> Het aantal malen dat de netto-winst van één jaar begrepen is op het bedrag der lening is uitgedrukt in diagram g van bijlage I. Het blijkt, dat het bedrag der lening in alle gevallen de netto-winst variërend van 2 tot  $\pm 8$  maal overtreft.

Wij menen hieruit het volgende te mogen afleiden. Indien de beurskoers van de genoemde ondernemingen zich op een ongeveer gelijk peil als thans het geval is, zal blijven bewegen gedurende de lang gestelde conversieperiode en indien de netto-winst van deze ondernemingen niet in sterke mate zal toenemen in de toekomst zal o.i. geen conversie worden bereikt en wel

- omdat de beurskoers de origineel gestelde conversiekoers niet zal overtreffen, zodat geen normale conversie zal worden bereikt;
- omdat de absolute hoogte van de beurskoers zich op een te laag peil bevindt om het recht van vervroegde aflossing met verlaging der conversiekoers met succes te kunnen toepassen, aangezien de te verwachten houding van de obligatiehouder bijzonder onzeker is;
- omdat de netto-winst te gering is in verhouding tot het bedrag der lening, als gevolg waarvan de onderneming in ernstige liquiditeitsmoeilijkheden zou geraken, indien reële conversie na verlaging van de conversiekoers zou mislukken;

<sup>7)</sup> Vgl. De Nederlandse Converteerbare Obligatie, publicatie van de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam, Leiden 1951 blz. 84.

<sup>8)</sup> Aangezien de netto-winst in het jaar voorafgaand aan de vervroegde aflossing een onbekende is, werd de netto-winst in het jaar der uitgifte als peilbedrag genomen.

- omdat het nadelig effect van hogere financieringskosten nā conversie — indien geen toeneming van de netto-winst plaatsvindt — bijzonder groot is.

Aangenomen mag worden, dat de ondernemingen 1, 16, 17, 20 en 24 geen reële conversie zullen bereiken, indien de netto-winst niet in sterke mate toeneemt en indien de beurskoers zich niet op een aanmerkelijk hoger peil zal gaan bewegen. Vergelijk tabel h van bijlage I.

Voor de ondernemingen 23 en 25 geldt, dat zij enigermate buiten de gestelde beoordelingscriteria vallen, om welke reden zij een bijzondere aandacht vragen.

Van onderneming 23 is de beurskoers in de jaren 1956 en 1957 onbekend. Geen beoordeling kan derhalve plaatsvinden.

Onderneming 25 heeft eveneens een lage originele conversiekoers gesteld (112). O.i. zal verlaging van de gestelde conversiekoers derhalve weinig zin hebben, zodat het bereiken van reële conversie slechts afhankelijk zal zijn van het vertrouwen dat de obligatiehouder in deze onderneming zal blijken te stellen. Om deze reden werd deze onderneming opgenomen in tabel e en h.

#### IV. *Conclusie*

Geconcludeerd mag worden, dat het recht van verlaging van de conversiekoers voor bepaalde ondernemingen een grote, voor andere ondernemingen een geringe of geen betekenis heeft. Voorts blijkt uit bovenstaande en uit bijlage I, dat de vernieuwing van de conversietechniek geen garantie inhoudt, dat reële conversie door alle ondernemingen zal worden bereikt. Reeds eerder werd geconcludeerd, dat zowel financieel sterke als financieel zwakke ondernemingen zich zullen bedienen van de converteerbare obligatie als financieringsfiguur. Het is o.i. zeer de vraag of derhalve gesproken mag worden van een wezenlijke wijziging van het karakter van deze financieringsfiguur, als gevolg van de verfijning der conversievoorwaarden.

---