

EEN NIEUWE ANTI-VERWATERINGSCLAUSULE

Prof. Dr. A. I. Diepenhorst

Ten einde het conversieprivilege van houders van converteerbare obligaties te beschermen tegen de verwatering welke optreedt bij voorkeurs-emissie van aandelen, bonus-uitgifte en declaratie van stockdividenden wordt ook ten onzent algemeen een anti-verwateringsclausule opgenomen in de emissievoorwaarden van converteerbare obligatieleningen. Deze clausule houdt in een herberekening van de conversiekoers, en wel zodanig dat de nieuwe conversiekoers wordt verkregen door het product van het voor de uitgifte geplaatste nominale aandelenvermogen en de oude conversiekoers vermeerderd met het produkt van het nominale bedrag van de uit te geven aandelen en de emissiekoers daarvan, te delen door het na de emissie geplaatste nominale aandelenvermogen.

Ik heb al eens getracht aan te tonen dat deze wijze van bescherming slechts afdoende kan zijn, wanneer zowel ten aanzien van de rendabiliteit van het nieuw aan te trekken vermogen als ten aanzien van de beurswaarde van het aandeel voor de emissie bijzondere veronderstellingen worden gemaakt, waaraan in de werkelijkheid slechts bij uitzondering voldaan wordt. Zo geraakte ik tot een weinig gunstig oordeel over deze gangbare clausule, en ik ontwikkelde een andere, welke naar mijn mening een wél afdoende bescherming bood.¹⁾

Het tijdschrift Beleggers-Belangen wijdt in zijn aflevering van 11 april 1959 een interessant artikel aan enkele aspecten van de converteerbare obligatie, en wijst zijn lezers op de onvoldoende bescherming welke de gebruikelijke clausule biedt. Er wordt dan een andere oplossing gesuggereerd: men zou de obligatiehouder bij voorkeursemissie claimrechten moeten verschaffen, alsof hij reeds geconverteerd had, en de conversiekoers moeten handhaven, dan wel de conversiekoers²⁾ moeten verlagen met de gemiddelde claimwaarde.

„In beide gevallen worden de zich thans voordoende nadelen voor de obligatiehouder vermeden, tenminste wanneer de beurskoers boven de conversiekoers ligt. In het omgekeerde geval, wanneer dus de beurskoers lager ligt dan de conversiekoers komt men door toepassing van de hiervoor aangehaalde systemen tot uiteenlopende resultaten. Immers door de obligatiehouder claimrechten te geven, ontvangt deze een concrete uitkering, terwijl de conversiekoers onveranderd blijft. In het tweede geval echter wordt wel de conversiekoers verlaagd, doch in mindere mate dan thans het geval is.”

Met deze woorden eindigt de aan dit onderwerp gewijde beschouwing. Het hier naar voren gebrachte hervormingsplan komt mij belangwekkend genoeg voor, om het eens nader te analyseren.

De twee nieuwe clausules laten zich als volgt formuleren.

$$\text{I } 10k = 10k' - \frac{100}{k'} \times R^*$$

$$\text{II } 10k = 10k' - R^3)$$

Over I zal ik vrij kort zijn. Ik acht dit een onvoldoende doordacht voorstel.

¹⁾ Structuur en politiek, Beschouwingen over ondernemingsfinanciering, Purmerend 1956, Hoofdstuk 7.

²⁾ Hier zal zonder twijfel bedoeld zijn de conversieprijs. A.I.D.

³⁾ De symbolen zijn zoveel mogelijk gelijk aan die in mijn voorgemelde beschouwing. Een lijstje ervan vindt men aan het slot van dit opstel.

Wanneer men claims ter beschikking stelt van obligatiehouders gaat dit ten koste van de aandeelhouders. De „totale claimwaarde”, d.i. de waarde van alle aanwezige claims, wordt hier over een groter aantal claims verdeeld. Dat leidt tot een verwatering van het claimrecht. Dit is naar mijn smaak de duivel met Beëlzebub uitdrijven! De aandeelhouders hebben hun onverwaterde claim ten volle nodig, want ze vormt voor hen een volledige vergoeding voor een vermijdbare koersdaling ⁴⁾).

Clausule I is bovendien slechts identiek met II onder zéér uitzonderlijke omstandigheden ($b = \frac{1000}{99k'}$)

Veel interessanter is clausule II. Ik wil beginnen met haar te vergelijken met de gangbare. Deze laatste luidt in symbolen:

$$k = \frac{bk' + \frac{c}{e} \cdot \frac{e}{10}}{b + \frac{c}{e}}$$

Door gelijkstelling aan clausule II krijgt men de vergelijking

$$\frac{10k' - R}{10} = \frac{bk' + \frac{c}{e} \cdot \frac{e}{10}}{b + \frac{c}{e}}$$

Wanneer deze wordt opgelost naar R wordt de uitkomst:

$$R = \frac{10ck' - ce}{be + c}$$

Wanneer men deze uitkomst vergelijkt met de gebruikelijke formule voor de claimwaarde

$$R = \frac{\frac{a'}{b} - e}{\frac{c}{b} + 1}$$

welke, naar ik elders ⁵⁾ trachtte aan te tonen, alleen juist is wanneer $a = a' + c$, en welke herschreven kan worden als

$$R = \frac{a'c - bce}{eb^2 + cb}$$

dan komt men tot de conclusie, dat beide formules identiek zijn wanneer

$$\begin{matrix} k' = \frac{a'}{10b} \\ a = a' + c \end{matrix}$$

Ik laat het hier even bij, en ga over tot een vergelijking van clausule II

⁴⁾ Vgl. Structuur en politiek, pag. 38/39.

⁵⁾ Structuur en politiek, pag. 45.

met de door mij ontwikkelde ⁶⁾ wijze van herberekening, welke in formule luidt

$$k = \frac{k'n}{n + R}$$

Gelijkstelling leidt tot het resultaat

$$\frac{10k' - R}{10} = \frac{k'n}{n + R}$$

Pas ik hier de door mij ontwikkelde algemene formule voor de claimwaarde ⁷⁾ toe

$$R = \frac{ac - c^2 - bce}{b(c + be)}$$

en vul ik voor n in $\frac{a}{b + \frac{c}{e}}$, dan leidt oplossing k' tot de uitkomst.

$$k' = \frac{a - c}{10b}$$

Wanneer men nu uitgaat van de reeds eerder aangeduide gebruikelijke veronderstelling bij het berekenen van de claimwaarde R, welke luidt $a = a' + c$

dan kan de bovengegeven uitkomst herschreven worden als

$$k' = \frac{a'}{10b}$$

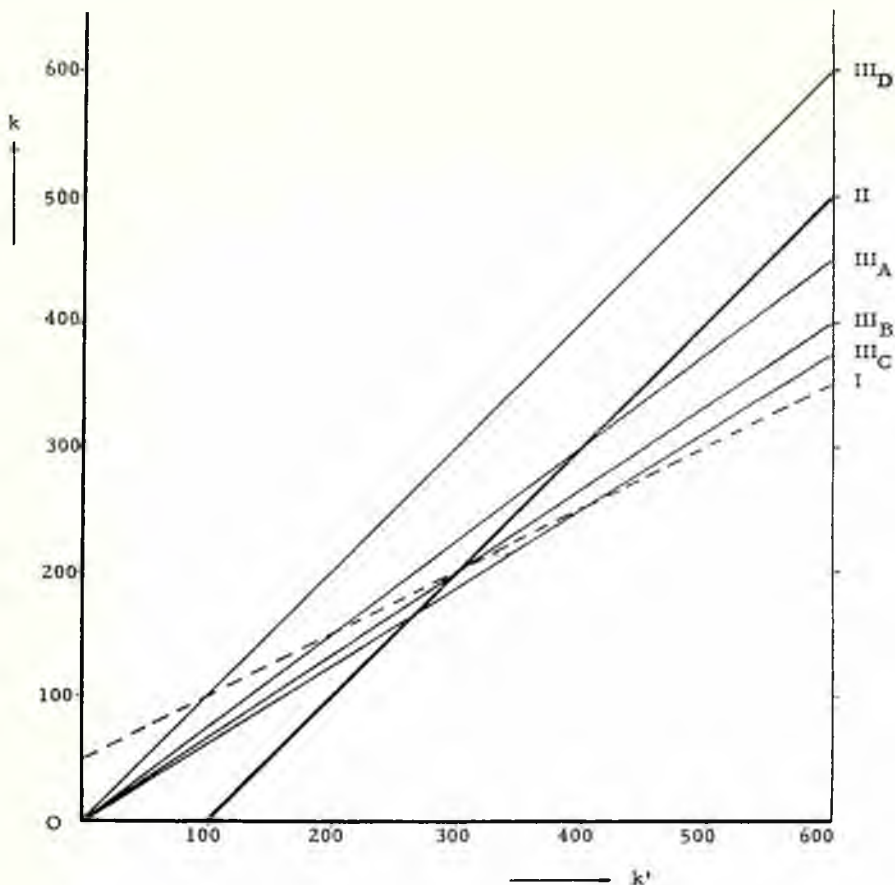
Zo kom ik tot de conclusie, dat clause II tot precies dezelfde resultaten leidt als de gangbare clause en de door mij ontwikkelde, wanneer aan de laatstgenoemde voorwaarde is voldaan en de gebruikelijke veronderstelling met betrekking tot de berekening van de claimwaarde wordt gemaakt, dus wanneer

1. op het moment van de voorkeursemissie de voordien geldende conversiekoers juist gelijk is aan de beurswaarde van een aandeel vóór die emissie ($k' = \frac{a'}{10b}$)
2. het nieuw aangetrokken vermogen de voor dividenduitkering beschikbare som terstond zal verhogen met een bedrag dat uitgedrukt in procenten van het reëel gevraagde bedrag, gelijk is aan het rendementspercentage van de aandelen vóór de emissie.

Ten einde de consequenties van de drie clauses duidelijk te doen uitkomen is onderstaande grafische voorstelling ontworpen. Daarbij werd uitgegaan van een onderneming met een nominaal aandelenvermogen van f 1.000.000 waarvan de totale beurswaarde f 3.000.000 bedraagt, welke een voorkeursemissie van aandelen uit geeft groot f 1.000.000 à pari. Met

⁶⁾ Structuur en politiek, pag. 89.

⁷⁾ Structuur en politiek, pag. 38.



- I gangbare methode
 II in Beleggers Belangen aanbevolen methode
 III_{A-D} door mij ontwikkelde methode

betrekking tot de totale beurswaarde van het geplaatste aandelenvermogen na de emissie a zijn vier gevallen onderscheiden:

- A ze blijft gelijk
 B ze stijgt tot f 4.000.000
 C ze stijgt tot f 5.000.000
 D ze daalt tot f 2.000.000

Langs de x-as is de tot voor de emissie geldende conversiekoers k' uitgezet.

Bij de grootte 300 hiervan is $k' = \frac{a'}{10b}$.

De uitkomsten van de gangbare anti-verwateringsclausule en van die welke door de schrijver in Beleggers-Belangen wordt voorgesteld (clausule II) zijn blijkbaar onafhankelijk van de grootte van a. Bij clausule II vindt dat zijn oorzaak in het voor de bepaling van de claimwaarde uitgaan van de veronderstelling $a = a' + c$ waardoor a als het ware gefixeerd wordt op een meestal fictieve waarde. De door mij ontworpen clausule houdt met de grootte van a een bewust rekening. Deze is dan ook bepalend voor de gradiënt van de door de oorsprong gaande lijnen III_{A-D}.

Geval III_D vormt voor mij de komische noot in dit maar al te dorre geheel. Wanneer de totale beurswaarde-na-de-emissie daalt tot f 2.000.000 noteren de aandelen na de emissie à pari. De voorkeurskoers blijkt tegelijkertijd de maximum emissiekoers geweest te zijn. De claimwaarde is nihil. Er heeft formeel wèl, maar materieel niet een voorkeursemmissie plaatsgevonden. Het conversierecht is dus niet aan de verwatering blootgesteld. De herberekening volgens de door mij ontwikkelde formule leidt dan ook tot $k = k'$, maar zowel de gangbare procedure als de nieuw voorgestelde komen wèl tot wijziging van de conversiekoers. Ik zie hierin een reden om nogmaals een lans te breken voor de in mijn formule neergelegde wijze van herberekenen.

Gebezigde symbolen:

a = totale beurswaarde van het aandelenvermogen na de emissie.

a' = totale beurswaarde van het aandelenvermogen vóór de emissie.

b = aantal geplaatste aandelen ad f 1000 nominaal vóór de emissie.

c = reëel bij de emissie gevraagd bedrag.

e = emissieprijs.

k = conversiekoers na de herziening.

k' = oude conversiekoers.

$$n = \frac{a}{b + \frac{c}{e}} = \text{beurswaarde van een aandeel na de emissie.}$$

O = aantal uitstaande converteerbare obligaties.

R = waarde van een claim, wanneer alleen aandeelhouders claims krijgen.

R^* = waarde van een claim, wanneer ook houders van converteerbare

$$\text{obligaties een claim krijgen} = R \times \frac{b}{b + \frac{100}{k'} \times O}.$$