

DE BESCHERMING VAN DE RECHTEN VAN DE HOUDERS VAN CONVERTEERBARE OBLIGATIES EN WARRANTS

Johan Thollembeek

*Onder de wetenschappelijke begeleiding van
Prof. Dr. K. Geens*

I. INLEIDING

Zoals de titel reeds laat blijken, zal ik het in dit artikel hebben over converteerbare obligaties en warrants. Vooraleer deze begrippen zelf wat nader te gaan beschouwen, denk ik er goed aan te doen eerst even wat dieper in te gaan op het begrip *obligatie*.

De klassieke doctrine legde aanvankelijk bij een obligatie de nadruk op het begrip lening. Zo definiëerde RESTEAU een obligatie als "één van de coupures die samen de titel vormen van een leningscontract met intrest, aangegaan tussen een vennootschap en één of verscheidene personen en hun opeenvolgende overnemers."¹

Later evolueerde het begrip obligatie analoog met het begrip aandeel en ging de obligatie een dubbel kenmerk vertonen. VAN RYN meende aldus dat een obligatielening enerzijds een collectieve lening is, die een zekere eenheid vertoont, en anderzijds een schuld, vertegenwoordigd door verhandelbare effecten, welke elk voor een gelijkaardig nominaal bedrag, identieke rechten toekennen².

We kunnen dus stellen dat heden ten dage obligaties uitgegeven door kapitaalvennootschappen als volgt kunnen worden gedefiniëerd : obligaties zijn waardepapieren met een gelijke nominale waarde, die een deel van een globale lening vertegenwoordigen³. De obligatiehouder, die geld uitleent, krijgt een in de regel jaarlijkse, vooraf vastgestelde intrestvergoeding, terwijl

¹ RESTEAU, C., *Traité des sociétés anonymes*, III, Brussel en Gent, P. Pée, 1933-34, nrs. 1590 e.v.

² VAN RYN, J., *Principes de droit commercial*, Brussel, Bruylant, 1954, I, nr. 560.

³ VAN HILLE, J.M., *o.c.*, 39.

de hoofdsom hem op de vervaldag wordt terugbetaald. De obligatiehouder draagt dus geen ondernemingsrisico.

Naast de gewone obligatieleningen bestaan er in België nu ook *converteerbare obligaties*. Deze converteerbare obligaties zijn in de eerste plaats obligaties, in die zin dat ze een vaste jaarlijkse intrest opleveren en indien de houder zijn effect niet converteert in een aandeel, zullen ze op de eindvervaldag tegen pari terugbetaald worden⁴. Zij verlenen met andere woorden de prerogatieven verbonden aan een gewone obligatielening. Doch tevens geven ze houder het recht om onder bepaalde voorwaarden en gedurende een bepaalde in de toekomst gelegen periode⁵, zijn obligaties in te ruilen tegen aandelen⁶. Het aantal aandelen dat men zal verkrijgen bij conversie van de converteerbare obligatie wordt bepaald in de obligatieovereenkomst en kan constant blijven of wijzigen gedurende de looptijd van de converteerbare obligatie⁷. Meestal zal de obligatiehouder zijn recht uitoefenen zodra de aandelen tot boven een zekere prijs gestegen zijn. Aldus kan hij meegenieten van de stijging van de koers van het aandeel zonder het eigenlijke aandelenrisico te lopen. De converteerbare obligaties worden in de vorm van een gewone obligatielening uitgegeven en ze bewaren ook die vorm zolang ze niet zijn geconverteerd⁸.

Voor de uitgevende vennootschap is de formule van uitgifte van converteerbare obligaties interessant omdat de obligatie tegen een voordeliger rente kan geplaatst worden en er risicodragend kapitaal zonder veel bijkomende formaliteiten kan worden aangetrokken⁹.

Ook voor de beleggers zijn converteerbare obligaties interessant omdat ze een lager risico inhouden en een hoger rendement opleveren dan gewone aandelen¹⁰. De converteerbare obligaties geven namelijk recht op een vaste intrest, die normaal veel hoger ligt dan de dividenden waarop de

⁴ AVERMAETE, J.P., "Het beste van twee werelden : Konvertibelen", *Trends*, nr. 49, 9 december 1993, 64.

⁵ CAMPBELL, J., "Convertibles with a safety net", *Investors Chronicle*, nr. 1084, 16 september 1988, 18-19.

⁶ MIDDERNACHT, A., "Technieken op de internationale obligatiemarkten", *Bank- en Financien*, nr. 4, april-mei 1988, 48.

⁷ EISEMANN, P.C. en BUDD, G.A., "Convertible Securities : Something for Everybody - Or Nobody?", *The Bankers Magazine*, WG&L, mei-juni 1982, nr. 3, 86.

⁸ Parlementaire Handelingen Senaat - 1990-1991, 1107-1, 31.

⁹ Voor een praktische uiteenzetting over het gebruik van converteerbare obligaties, zie : HUYS, M., "Konverteerbare Obligaties : De gouden middenweg", *De Financieel Economische Tijd*, 3 december 1991, 3.

¹⁰ MAGRI, A. en COGLIATI, C., *Shrewd Management of Convertibles*, Lombard, nr. 4, april 1988, 58.

onderliggende aandelen recht geven. De bezitters van converteerbare obligaties genieten aldus in den beginne een rendement dat veel hoger ligt dan dat van de houders van het onderliggend aandeel. Daarenboven zijn ze beschermd tegen elke vermindering van de waarde van het dividend, terwijl ze het voordeel van de omzetbaarheid van hun effect in een aandeel behouden¹¹. Men moet hierbij rekening houden met het gegeven dat koeponbetalingen onveranderd blijven gedurende de gehele looptijd van de converteerbare obligatie, terwijl dividenden aan fluctuaties onderhevig kunnen zijn, die men niet van tevoren kan bepalen¹².

De koers van de converteerbare obligatie zal slechts dalen wanneer het actuariëel rendement van de converteerbare obligatie lager zou komen te liggen dan het actuariëel rendement dat door de klassieke obligaties met gelijkaardige eigenschappen m.b.t. de debiteur en de duur van de obligatie, wordt geboden¹³.

Naast de Belgische obligaties bestaan er ook euro-converteerbare obligaties. Dit zijn converteerbare obligaties uitgegeven buiten het land van de emittent en in een vreemde munt. De plaatsing van deze obligaties in de verschillende landen wordt verzorgd door een internationaal bankconsortium¹⁴.

De converteerbare obligaties hebben altijd in de gunst van het publiek gestaan en zijn buitengewoon doeltreffend gebleken voor de financiering van jonge vennootschappen. Toch werd er lange tijd vrij weinig gebruik van gemaakt, omdat er tot het inwerking treden van de wet van 23 juli 1962 een aantal wettelijke hinderpalen bestonden die de converteerbare obligatie minder aantrekkelijk maakten¹⁵.

Eind jaren vijftig verscheen voor het eerst het fenomeen van de *warrant* in het jaarverslag van de Commissie voor Bank- en Financiewezenen (hierna afgekort C.B.F.). De benaming "warrant" vindt zijn oorsprong in de Angelsaksische financiële terminologie en is in feite de afgekorte vertaling

¹¹ DEGLIMES, P. en HAAK, R., "L'Obligation Convertible : Instrument de placement idéal?(2)", *Investir en Commun*, nr. 88, december 1988, 8; KIEVIT, C., *Converteerbare Obligaties : Theoretische Grondslagen en het Differentieel Rendement*, Leuven, K.U.L.-Faculteit der Toegepaste Economische Wetenschappen, 1987-1988, 31 en 33. Het mogelijk converteren van de obligatie in een aandeel is trouwens één van de essentiële kenmerken van de converteerbare obligatie.

¹² STILLIT, O., "A matter of conversion", *Global Investor*, maart 1989, 59.

¹³ DEGLIMES, P. en HAAK, R., *l.c.*, 8.

¹⁴ X, *Obligaties*, Leuven, CERA, 1990, 1. Voor meer uitleg over de specifieke eigenschappen van Euro-obligaties; zie CAMPBELL, J., *l.c.*, 18-19.

¹⁵ Parlementaire Stukken Senaat - Verslag nr. 247 van 5 juni 1962 door de heer De Baeck, 1.

van de term "share purchase warrant"¹⁶. Hierdoor werd aangeduid dat de warrant, althans in de Angelsaksische praktijk, eerder een koopoptie dan wel een inschrijvingsrecht op aandelen vertegenwoordigt.

In België vindt men de eerste sporen van een uitgifte van warrants terug in het jaarverslag 1957-58 van de Bankcommissie, waarin de uitgifte van een obligatielening wordt vermeld waaraan het recht was verbonden om in te schrijven op een kapitaalverhoging in geld, waartoe de vennootschap zich tegelijk verbond¹⁷. Traditioneel werd de warrant in België dan ook gekoppeld aan een obligatie. Men sprak van de obligatie *cum warrant*. Het grote verschil met een converteerbare obligatie ligt hem in het feit dat bij de conversie van een converteerbare obligatie deze door de houder integraal wordt ingeruild tegen aandelen. Wanneer echter de houder van een warrant deze uitoefent, binnen de daartoe bepaalde periode en tegen een voorafbepaalde prijs, beschikt hij nog steeds over zijn oorspronkelijke gewone obligatie. De warranthehouder behoudt met andere woorden zijn obligatie tot op de vervaldag¹⁸.

Als de marktcoers van het aandeel boven de vooraf bepaalde prijs uitstijgt wordt het interessant de warrant uit te oefenen.

In sommige gevallen kan een warrant voordeliger zijn dan een converteerbare obligatie. We denken *in casu* bijvoorbeeld aan een warrant met de mogelijkheid om een bepaalde obligatie in te leveren tegen aandelen. Wanneer de houder van de warrant de obligatie beneden *pari* kan aankopen op de beurs en deze dan ter conversie kan voorleggen aan de vennootschap, zal dit voor hem gunstiger uitvallen dan wanneer hij een gewone converteerbare obligatie zou gaan converteren¹⁹. Hij zal dan immers een winst maken gelijk aan het stuk dat tussen de aankoopprijs van de obligatie en de *a pari* waarde van de obligatie ligt.

Recent is in de praktijk een behoefte ontstaan om zogenaamde zuivere of *naakte warrants* te creëren, d.w.z. autonome inschrijvingsrechten die niet in

¹⁶ Bankcommissie, "Jaarverslag" 1957-58, R.P.S., 1959, 24; COOPERS en LYBRAND, *A Guide to Financial Instruments*, Londen, Euromoney Publications Plc., 1987, 62.

¹⁷ Bankcommissie, *Jaarverslag*, 1957-1958, 82-87; CORNELIS, L. en PEETERS, J., "De verkrijging van eigen aandelen en winstbewijzen, het nemen van wederzijdse deelnemingen, de uitgifte van aandelen zonder stemrecht, van obligaties en warrants", in, BRAECKMANS, H. en WYMEERSCH, E. (eds.), *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1991*, Antwerpen, Maklu, 1992, 239.

Een gelijkaardige definitie vinden we in de Parlementaire Handelingen van de Senaat - Parl. Hand. Senaat 1990-1991, 1107-1, 33.

¹⁸ VAN HILLE, J.-M., *o.c.*, nr. 465.

¹⁹ KIEVIT, C., *o.c.*, 32; CAPARROS M. en PONCET A.F., "Obligations convertibles et O.B.S.A. dans le marché international", *Analyse Financière*, nr. 73, 2e trimester 1988, 36-37.

combinatie met obligaties van de vennootschap worden uitgegeven²⁰. Men spreekt in dit geval van een obligatie *ex warrant*.

Intussen treft men op de Belgische aandelenmarkt ook emissies aan van aandelen met warrants en de laatste tijd wordt de warrant ook frequent gebruikt als beschermingstechniek tegen ongewenste overnamepogingen²¹.

In bepaalde gevallen kan het voorkomen dat de onderneming door een bepaalde beslissing de rechten van de houders van een converteerbare obligatie of warrant in het gedrang brengt. In dit artikel wordt nagegaan hoe de wetgever heeft getracht te voorzien in een degelijke bescherming tegen de benadeling van deze effectenhouders.

II. DE BENADELING VAN DE HOUDERS VAN CONVERTEERBARE OBLIGATIES EN WARRANTS EN DE MOGELIJKE BESCHERMING²²

Zoals zonet reeds werd gesteld kan een vennootschap door het stellen van bepaalde handelingen de rechten van de houders van warrants of converteerbare obligaties benadelen. Zo kunnen een kapitaalverhoging of -verlaging en het uitdelen van reserves de situatie van de obligatie - of warranthouder en de waarde van zijn conversie- of uitoefenrecht veranderen. Zo zal een kapitaalverhoging normaal de intrinsieke waarde en de beurskoers van de aandelen doen dalen. Hierdoor daalt het conversierecht eveneens in waarde : de intrinsieke waarde der effecten welke men door de conversie kan verkrijgen is gedaald en conversie is misschien zelfs onvoordelig geworden. Daarom zal men aan de houders van converteerbare obligaties of warrants dikwijls hetzelfde voorkeurrecht op nieuwe aandelen geven als aan de aandeelhouders²³. Bij een reële kapitaalsvermindering zal de intrinsieke waarde van de aandelen eveneens dalen, doordat men aan de aandeelhouders een deel van hun inbreng zal terugbetalen²⁴. Men kan hier identieke nadelen en redenen tot wettelijke bescherming aanstippen als bij een kapitaalsverhoging. Het is tegen de ongunstige gevolgen van deze handelingen, die bij

²⁰ TYTECA, J., "Kroniek Financiële recht", *T.R.V.*, 1989, 489.

²¹ BLUMBERG, J.P., "De uitgifte van naakte warrants of autonome inschrijvingsrechten op aandelen in de naamloze vennootschap", *T.R.V.*, 1989, 122-123.

²² VANAUDENHAEGEN, M., *Converteerbare Obligaties in België*, Brussel, Sint-Aloysiushandelshogeschool, 1971-72, 19-20.

²³ DEWANDELER, R., *De Converteerbare Obligatie*, Leuven, K.U.L.- Instituut voor Toegepaste Economische Wetenschappen, 1962, 43.

²⁴ GEENS, K., *Vennootschapsrecht*, Leuven, K.U.L., 1992-93, 77.

de uitgifte niet voorzien waren, dat de obligatie- of warranthouder dient beschermd te worden.

In Frankrijk is het de onderneming in dit verband verboden nieuwe converteerbare obligaties uit te geven, reserves uit te delen, het kapitaal te verminderen, reserves te incorporeren in het kapitaal, enz.

In de Verenigde Staten daarentegen worden de houders van converteerbare obligaties slechts beschermd door de statuten of het uitgiftecertificaat²⁵.

Men neemt aan dat een bescherming die het juiste midden houdt tussen deze twee systemen wellicht het meest aan te bevelen is. De mogelijkheden om de warrant- of obligatiehouder te beschermen zijn talrijk, doch mogen er niet toe leiden dat de goede werking van de vennootschap wordt belemmerd of zelfs lam gelegd²⁶.

Naast de reeds vermelde gevallen van benadeling kan de vennootschap de rechten van de houders van converteerbare obligaties of warrants die gekoppeld zijn aan een obligatie ook nog op andere manieren beknotten. Zo kan de vennootschap druk uitoefenen op de obligatiehouder door vervroegde terugbetaling van de obligaties.

De mogelijkheden om het hieruit vloeiend nadeel te ondervangen zijn tweërlei :

a) Aan de obligatiehouder de mogelijkheid geven om voor de terugbetaling zijn recht uit te oefenen, m.a.w. aan de houder van de converteerbare obligatie de keuze te laten tussen enerzijds de terugbetaling van zijn obligatielening, weliswaar vermeerderd met de verworven intresten of anderzijds hem de mogelijkheid te bieden zijn obligatie te converteren in een aandeel. Met betrekking tot de warranthouder zou de vennootschap hem naast het terugbetalen van de obligatielening (waaraan de warrant per hypothese was gekoppeld) ook nog de mogelijkheid moeten geven zijn warrant aan de op dat ogenblik geldende voorwaarden uit te oefenen.

b) Ook zou de vennootschap bij de terugbetaling van de oorspronkelijke lening aan de obligatiehouder een inschrijvingsrecht kunnen verlenen dat geldig zou zijn voor een periode gelijk aan de oorspronkelijke conversieperiode.

Een ander geval waarin de rechten van houders van converteerbare obligaties of warrants geschonden zouden kunnen worden, vindt men bij de

²⁵ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 19; voor een voorbeeld van het Amerikaanse systeem, zie : THEROUX, E., *Typical legal organization of a convertible Eurobond offering by a Netherlands Antilles subsidiary of a United States Corporation*, OOO, Baker and McKenzie, 15p.

²⁶ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 19.

fusie of opslorping van de vennootschap. Hoewel een fusie of een opslorping van de onderneming meestal niet voorzien zijn in de uitgiftevoorwaarden van de converteerbare lening of warrant, kunnen ze evenwel op een gegeven ogenblik tijdens de loop van de lening zeer interessant blijken te zijn. Het is duidelijk dat deze mogelijkheden niet uitgeschakeld mogen worden omdat ze eventueel in het belang van de aandeelhouders en de potentiële aandeelhouders kunnen zijn. Bij een fusie zullen de vennoten van de opgeslorpte, verdwijnende vennootschap vennoten worden van de opslorpende vennootschap²⁷. De waarde van het aandeel dat zij hadden voor de fusie of opslorping zal echter normaliter verschillen van het nieuw verkregen aandeel. Dit zou een benadeling kunnen inhouden voor de houders van converteerbare obligaties of warrants omdat conversie van de obligatie of uitoefening van de warrant eventueel ongunstiger geworden zou kunnen zijn. De bescherming van de obligatie- of warranthouders zou er dan in kunnen bestaan een voldoende termijn te voorzien om het uitoefen- of conversierecht uit te oefenen of een vernieuwing van dit recht te voorzien met aanpassing van de conversie- of uitoefenprijs.

Ook andere beslissingen van de vennootschap kunnen het conversierecht aantasten doordat ze de koers of de waarde van de aandelen doen dalen²⁸.

III. DE CONVERTEERBARE OBLIGATIE EN WARRANT VOOR DE WET VAN 1962

A. DE CONVERTEERBARE OBLIGATIE

Hoewel de converteerbare obligatielening in andere landen, zoals Nederland en de Verenigde Staten, veelvuldig werd aangewend, kende deze leningvorm in België betrekkelijk weinig succes. Voor het van kracht worden van de wet van 23 juli 1962 had de converteerbare obligatie, zoals we die thans kennen, geen wettelijk statuut. De Samengeschakelde wetten op de Handelsvennootschappen van 30 november 1935 bespraken de converteerbare obligatie niet als dusdanig. Wel waren er de artikelen 93 en 94 van deze Samengeschakelde wetten die op de mogelijkheid wezen van conversie van

²⁷ Tenzij beide vennootschappen worden ontbonden en hun ganse vermogen in een nieuw op te richten vennootschap wordt ingebracht. zie : VAN HILLE, *o.c.*, 359.

²⁸ Een aantal van de geviseerde handelingen zijn : de verhoging van het aantal aandelen door de oude te vervangen door nieuwe aandelen met een kleinere of zonder nominale waarde; een kapitaalverhoging door incorporatie van reserves of door bijstorting in speciën; uitgifte van geprivilegieerde aandelen of een nieuwe uitgifte van converteerbare obligaties. Een aantal van deze verrichtingen zullen later nog grondiger worden besproken. Zie ook : VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 21.

obligaties in aandelen. Zo vermeldt artikel 93 in verband met de uitgifte van obligaties dat de Algemene Vergadering der obligatiehouders kan bijeengeroepen worden door de Raad van Bestuur en de commissarissen op verzoek van een aantal obligatiehouders, die tenminste één vijfde van het bedrag van de in omloop zijnde titels vertegenwoordigen. Deze Algemene Vergadering der obligatiehouders heeft het recht "toe te staan dat aandelen in de plaats van schuldvorderingen der obligatiehouders gesteld worden."²⁹. Steunend hierop, hebben noch de C.B.F., noch de Noteringscommissie van de Beurs te Brussel zich verzet tegen de onmiddellijke notering van de door conversie gecreëerde aandelen³⁰. Artikel 94 van de Samengeschakelde wetten op de Handelsvennootschappen zegt verder nog dat de aandeelhouders, beraadslagend volgens de voorschriften voor wijziging van de statuten, hun toestemming dienen te geven voor de vervanging van obligaties door aandelen, hetzij voorafgaandelijk, hetzij binnen de drie maand na de operatie.

De artikelen 93 en 94 wijzen op de mogelijkheid van conversie van obligaties in aandelen, doch slaan niet direkt op converteerbare obligaties als dusdanig³¹.

Voor de wet van 1962 kenden de converteerbare obligatie en de warrant aldus geen wettelijk statuut, wat op zichzelf reeds een nadelig element is³².

B. DE BESCHERMING VAN DE HOUDERS VAN CONVERTEERBARE OBLIGATIES VOOR DE WET VAN 23 JULI 1962

Reeds voor het in werking treden van de wet van 23 juli 1962 was men er zich van bewust dat de situatie van de houders van converteerbare obligaties in grote mate afhankelijk is van de beslissingen welke de vennootschap neemt voor en tijdens de conversieperiode.

Wat betreft de bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties was enkel vereist dat de onderneming ervoor diende te zorgen dat het conversierecht onaangetast bleef. Men leidde dit af uit de verbintenis om iets te doen die de eerste buitengewone algemene vergadering op zich nam bij de emissie van een converteerbare obligatielening. Deze verbintenis bestond erin dat de vennootschap beloofde later een kapitaalverhoging te zullen doorvoeren ten voordele van de houders van converteerbare obligaties, die de conversie aanvroegen. Dit zou gebeuren tijdens een tweede buitengewone algemene vergadering. Het was immers onmogelijk de kapitaalverhoging

²⁹ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 23.

³⁰ DEWANDELER, R., *o.c.*, 59.

³¹ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 24.

³² VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 23.

onmiddellijk goed te keuren, aangezien men niet wist hoeveel effecten zouden geconverteerd worden en het kapitaal steeds volledig moest onderschreven zijn. Indien de verbintenis niet zou worden nageleefd, omdat de Raad van Bestuur geen tweede buitengewone algemene vergadering samenriep of omdat deze de kapitaalverhoging weigerde, konden de obligatiehouders op grond van artikel 1142 B.W. schadevergoeding eisen. Dit artikel bepaalt immers dat "elke verbintenis om iets te doen of iets niet te doen wordt opgelost in schadevergoeding ingeval de schuldenaar de verbintenis niet nakomt".

Het grote nadeel voor de houder van een converteerbare obligatie was dat het eisen van schadevergoeding het enige rechtsmiddel was dat hij tegen het niet nakomen van de verbintenis door de vennootschap kon aanwenden. Zo kon hij bijvoorbeeld geen gedwongen tenuitvoerlegging van de verbintenis (emissie en aflevering van de aandelen) verkrijgen³³.

Indien het conversierecht tijdens de looptijd van de obligatie door bepaalde daden van de onderneming werd aangetast, moest de onderneming maatregelen nemen ter compensatie. Doorgaans gebeurde dit door een wijziging van de conversievoorwaarden. In feite berustte de bescherming van het conversieprivilege dus bij de vennootschap zelf.

Wel was het zo dat bij een publieke emissie de C.B.F. er zorg voor moest dragen dat de voorwaarden van de lening de obligatiehouders beschermden tegen handelingen van de vennootschap die voor hen nadelig zouden kunnen zijn.

Ook was het gebruikelijk dat er in de leningovereenkomst een aantal bedingen werden afgesproken ter bescherming van de obligatiehouders.

Zo verbond de vennootschap er zich doorgaans toe, voor de aanvang of het einde van de conversieperiode geen nieuwe aandelen- of obligatieuitgifte te doen, omdat een dergelijke uitgifte de waarde van het conversierecht zou kunnen veranderen³⁴. Om eenzelfde reden werd meestal ook bepaald dat een eventuele vervroegde aflossing slechts zou mogen plaatsvinden wanneer de conversieperiode een aanvang had genomen³⁵.

In het geval van een kapitaalvermeerdering doorgevoerd voor de aanvang van de conversieperiode, kregen de houders van de converteerbare obligaties

³³ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 25-26; DEWANDELER, R., *o.c.*, 61-62.

³⁴ Hoger hebben wij reeds uitgelegd hoe een kapitaalverhoging door uitgifte van nieuwe aandelen aanleiding kan geven tot een wijziging in de waarde van het conversierecht.

³⁵ Bij de uitgifte van converteerbare obligaties kan men in de leningovereenkomst een clause inlassen, die een vervroegde terugbetaling toelaat. Op deze wijze kan de obligatiehouder ertoe aangezet worden vlugger te converteren. De obligatiehouder zal namelijk zijn afwachende houding dienen op te geven en voortijdig een beslissing dienen te nemen in verband met de conversie. Converteert hij dan verwerft hij vroeger dan voorzien de hoedanigheid van aandeelhouder met alle gevolgen die hieraan verbonden zijn; converteert hij niet, dan zal hij er rekening moeten mee houden dat zijn belegging zal terugbetaald worden. Zie VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 14; DEWANDELER, R., *o.c.*, 38-39; BOGERD, C.J., *Belgische Converteerbare Obligaties*, WEESP, Press Search, 1989, 14.

dikwijls hetzelfde voorkeurrecht op de nieuwe aandelen als de aandeelhouders. Dit voorkeurrecht was dan een compensatie voor de waardevermindering van het conversierecht.

Tenslotte kon het ook voorkomen dat de uitgifte van de converteerbare obligaties gewaarborgd was door een bepaalde zekerheid. Zo waren 20 % van de emissies uitgegeven tussen 1917 en 1950 in Nederland gewaarborgd door hypotheken.

De waarborgen, die gegeven worden bij de emissie van converteerbare obligaties zijn doorgaans dezelfde als diegene die verstrekt worden voor gewone obligaties³⁶.

Wanneer men een converteerbare obligatie wou uitgeven, kwam dit in feite neer op een uitgestelde kapitaalverhoging. Een kapitaalverhoging diende te worden beslist op de wijze vereist voor de wijziging van de statuten. Het is namelijk zo dat elke wijziging in de statuten moet beslist worden door een buitengewone algemene vergadering. Aangezien het kapitaal van een vennootschap statutair wordt vastgelegd is dit ook vereist voor een kapitaalverhoging³⁷.

Dit hield in dat een buitengewone algemene vergadering over de uitgifte moest beslissen en dat het kapitaal volledig onderschreven moest zijn opdat een kapitaalverhoging doorgang zou kunnen vinden.

De verplichting tot het bijeenroepen van een buitengewone algemene vergadering verhinderde de obligatiehouder de conversie te vragen op het voor hem meest gunstige ogenblik³⁸. Gaf men hem die mogelijkheid, dan zou de onderneming verplicht zijn praktisch na elke reeks aanvragen een buitengewone algemene vergadering samen te roepen om de kapitaalvermeerdering ten belope van de gedane conversieaanvragen te beslissen. Daarom waren de Belgische ondernemingen verplicht slechts een zeer korte conversieperiode toe te staan of de conversiemogelijkheid tot bepaalde data te beperken. Het gevolg van deze regeling was het teloorgaan van vele voordelen, welke de converteerbare obligaties bieden bij een soepele wetgeving, zoals deze van de Verenigde Staten. Het voordeel dat de houders van de converteerbare obligaties kunnen halen uit de conversie wordt beperkt. De koersen van de converteerbare obligaties gaan minder beïnvloed worden door de evolutie van de onderneming. De korte conversieperiode brengt doorgaans een massale conversie mee, welke hetzelfde gevolg heeft op de aandelenkoersen als een rechtstreekse emissie van aandelen.

³⁶ DEWANDELER, R., *o.c.*, 43-44.

³⁷ DEWANDELER, R., *o.c.*, 60.

³⁸ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 26-27; DEWANDELER, R., *o.c.*, 62.

H. BIRON³⁹ meent dat de emissie van converteerbare obligaties niet noodzakelijk door een buitengewone algemene vergadering diende te gebeuren, maar ook mocht beslist worden door de Raad van Bestuur. Voor de kapitaalverhoging zou dan wel de toestemming van een buitengewone algemene vergadering vereist zijn. Indien deze de kapitaalverhoging echter zou weigeren en aldus ook het conversierecht niet zou erkennen, zou dit voor de houders van de converteerbare obligaties een enorm verlies betekenen. Een andere moeilijkheid in verband met de converteerbare obligaties vormde de verhandelbaarheid van uit de conversie ontstane aandelen⁴⁰. De omwisseling van obligaties in aandelen werd beschouwd als een omwisseling van schuld; d.i. een inbreng die niet uit geld bestaat. Daardoor mochten deze aandelen eerst tien dagen na de bekendmaking van de tweede jaarlijkse balans volgend op de totstandkoming, verhandeld worden (art. 47 Samengeschakelde wetten op de Handelsvennootschappen).

IV. DE WET VAN 23 JULI 1962

Aan de situatie van het bestaan van een converteerbare obligatie zonder wettelijk statuut werd verholpen bij de wet van 23 juli 1962⁴¹. Deze wet had tot doel bijzondere voorzieningen te treffen voor de in aandelen converteerbare obligaties of de obligaties met inschrijvingsrecht die door kapitaalvennootschappen worden uitgegeven⁴². Deze nieuwe wet heeft in de vennootschappenwet de artikelen 101*bis* t.e.m. 101*octies* ingevoegd. M.b.t. de bescherming van de houders van warrants of converteerbare obligaties zijn vooral de artikelen 101*quinquies*, 101*sexies* en 101*septies* van belang.

A. ARTIKEL 101 QUINQUIES

Artikel 101*quinquies* verbiedt de vennootschap vanaf de beslissing tot uitgifte van obligaties en tot aan de conversie of de uitoefening van het inschrijvingsrecht, verrichtingen te doen die de voordelen van de houders van

³⁹ BIRON, H., " Les Obligations convertibles ou avec Droits de Souscription", *Revue Pratique des Sociétés*, nrs. 3-4, 1960, 7; DEWANDELER, R., *o.c.*, 60.

⁴⁰ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 26-27.

⁴¹ Wet tot wijziging van de op 30 november 1935 gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen wat de in aandelen converteerbare obligaties of de obligaties met inschrijvingsrecht betreft, *B.S.*, 10 augustus 1962, 6791-6792.

⁴² Parlementaire Stukken Senaat - Wetsontwerp nr. 18 van 25 november 1960.

converteerbare obligaties of warrants zouden kunnen inperken⁴³. Zo zal het de vennootschap verboden zijn een kapitaalvermindering door terugbetaling door te voeren, reserves op te nemen in het kapitaal en gelijktijdig bonusaandelen af te geven aan de aandeelhouders, winstaandelen of andere converteerbare obligaties uit te geven of wijzigingen aan te brengen in de bepalingen inzake de verdeling van de winsten of van het vereffeningssonnet⁴⁴. Al deze verrichtingen houden een nadeel in voor de houder van een converteerbare obligatie of warrant. De toekenning van nieuwe bonusaandelen bijvoorbeeld, vermindert het door elk effect vertegenwoordigde bedrag van de vennootschappelijke rechten. Bijgevolg zal de waarde van de aandelen die voor conversie of inschrijving aan de houders van de converteerbare obligaties of warrants worden aangeboden, verminderen. Deze terugslag dient te worden uitgeschakeld door een aangepaste wijziging van de modaliteiten inzake conversie of inschrijving.

Laat ons dit illustreren met een voorbeeld.

Een vennootschap waarvan het door 100.000 aandelen zonder nominale waarde vertegenwoordigd kapitaal 100 miljoen bedraagt, brengt haar kapitaal door opname van reserves op 200 miljoen. Ze geeft 100.000 nieuwe aandelen zonder nominale waarde uit, die ze aan de houders van vroegere aandelen ter hand stelt naar rata van een nieuw aandeel voor een oud. Deze verrichting veroorzaakt geen waardevermeerdering van het vennootschappelijk vermogen. De vennootschappelijke rechten zijn echter voortaan door 200.000 aandelen vertegenwoordigd i.p.v. 100.000. Aan de andere kant had de vennootschap een door 50.000 obligaties van 1000 frank vertegenwoordigde obligatielening van 50 miljoen uitgeschreven. Elk van deze obligaties was converteerbaar in een aandeel. Het is normaal dat de vennootschap, bij de kapitaalverhoging, de mogelijkheid openstelt om voortaan elke obligatie van 1000 frank te converteren in twee aandelen zonder nominale waarde. Zo niet zouden de obligatiehouders vast een nadeel ondervinden⁴⁵.

Omdat er ook nog andere dergelijke verrichtingen kunnen bestaan, die moeilijk te voorzien zijn, heeft de wetgever geopteerd de houders door een algemene bepaling te beschermen.

In het belang van de vennootschap kunnen eventueel wel uitzonderingen worden toegestaan op deze rechten van de warrant- of obligatiehouders. Zo zal bijvoorbeeld kunnen worden bedongen dat bij opnemings van reserves in het kapitaal en bij de uitgifte van nieuwe bonusaandelen voor de aandeelhouders, of de uitgifte van nieuwe converteerbare obligaties, de conversiemodaliteiten of de uitoefening van het inschrijvingsrecht volgens bepaalde maatstaven zullen worden aangepast. Dit geldt tevens voor de

⁴³ Parlementaire Stukken Senaat - Verslag nr. 247 van 5 juni 1962 door de heer De Baeck.

⁴⁴ Parlementaire Stukken Senaat - Verslag nr. 247 van 5 juni 1962 door de heer De Baeck.

⁴⁵ Parlementaire Stukken Senaat - Wetsontwerp nr. 18 van 25 november 1960, 7-8.

bepalingen m.b.t. de jaarlijkse winstverdeling of de liquidatieboni⁴⁶. Deze uitzonderingen zullen wel moeten worden opgenomen in de voorwaarden van uitgifte van de obligatie- of warrantlening. Wanneer er echter geen uitzonderingen werden toegestaan en de vennootschap toch één van de door art. 101^{quinquies} geveiseerde handelingen zou stellen, is de sanctie gelegen in een vordering tot nietigverklaring en tot betaling van schadevergoeding. Bijna vanzelfsprekend kunnen we stellen dat er hier enkel van een relatieve nietigheid sprake kan zijn⁴⁷. Het zou immers totaal onbillijk en onverantwoord zijn indien de vennootschap zelf zich op haar één van de door haar gestelde en door art. 101^{quinquies} geveiseerde handelingen zou kunnen beroepen om de obligatieovereenkomst nietig te laten verklaren.

B. ARTIKEL 101 SEXIES⁴⁸

Art. 101^{sexies} maakt een uitzondering op de algemene regel gesteld in art 101^{quinquies} door aan de algemene vergadering toe te laten op voorstel van de raad van bestuur het maatschappelijk kapitaal door inbreng in natura of in geld te verhogen. In dit geval en meestal ook in geval van liquidatie of fusie door absorptie van de vennootschap⁴⁹, moet men aan de houders van converteerbare obligaties of warrants de mogelijkheid bieden de conversie van hun obligatie of de uitoefening van hun warrants te verkrijgen aan de op dat ogenblik geldende koers en voorwaarden en in het geval van een uitgifte in specieën eventueel als aandeelhouder aan de nieuwe uitgifte deel te nemen⁵⁰.

⁴⁶ Parlementaire Stukken Senaat - Wetsontwerp nr. 18 van 25 november 1960; CHARLIER, F., *La pratique des obligations convertibles*, Liège, Université de Liège - Ecole d'Administration des Affaires, 1971-72, 38.

⁴⁷ Parlementaire Stukken Senaat - Verslag nr. 247 van 5 juni 1962 door de heer De Baeck.

⁴⁸ Het oorspronkelijke artikel 101^{sexies} bepaalde: "De algemene vergadering, die op de in artikel 101ter, eerste en tweede lid, bepaalde wijze is bijeengeroepen en beraadslaagt, mag, op voorstel van de raad van beheer, beslissen dat het vennootschappelijk kapitaal door inbrengsten in natura of in geld zal worden verhoogd." In dat geval kunnen de houders van converteerbare obligaties of van een inschrijvingsrecht, niettegenstaande elke daarmee strijdige bepaling van de statuten of van de voorwaarden van uitgifte, de conversie van hun effecten verkrijgen of hun inschrijvingsrecht uitoefenen en eventueel als aandeelhouders deelnemen aan de nieuwe uitgifte, in zoverre de oude aandeelhouders dit recht bezitten."- Wet 23 Juli 1962, *B.S.*, 10 augustus 1962, 6792.

⁴⁹ CHARLIER, F., *o.c.*, 38.

⁵⁰ Parlementaire Stukken Senaat - Wetsontwerp nr. 18 van 25 november 1960; Parlementaire Stukken Senaat - Verslag nr. 247 van 5 juni 1962 door de heer De Baeck; VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 32; TYTECA, J., "Aandelen zonder stemrecht en winstbewijzen - converteerbare obligaties en warrants", in, BOUCKAERT F., e.a., *N.V. en B.V.B.A. na de wet van 18 juli 1991*, Kalmthout, Biblio, 1992, 116-117.

Volgens ook nog artikel 101*sexies* kan de warranthouder altijd zijn warrant uitoefenen én deelnemen aan de nieuwe kapitaalverhoging in zoverre de bestaande aandeelhouders een voorkeurrecht hebben. Dus als de algemene vergadering of binnen de grenzen van het toegestaan kapitaal, de Raad van Bestuur, het voorkeurrecht heeft opgeheven, kunnen de warrant- of obligatiehouders zich niet op dat voorkeurrecht beroepen. In de wet van 1962 vinden we deze vereiste terug in de laatste zinsnede van het artikel : "In dat geval ... de conversie van hun effecten verkrijgen of hun inschrijvingsrecht uitoefenen en eventueel als aandeelhouders deelnemen aan de nieuwe uitgifte, in zoverre de oude aandeelhouders dit recht bezitten."⁵¹ .

Indien de houders van converteerbare obligaties of warrants dan toch een nadeel (bijvoorbeeld een geldelijk gemis) zouden lopen, valt dit onder art. 101*quinquies*, dat zegt dat de vennootschap in geen geval de houder van een converteerbare obligatie of warrant mag benadelen tenzij de uitgifteprospectus van de lening hiervan afwijkt⁵² .

Indien, ingeval van een kapitaalverhoging evenals van uitkering van bonusaandelen of stockdividend, de intekening op de nieuwe aandelen echter enkel openstaat voor de oude aandeelhouders én voor de bezitters van converteerbare obligaties of warrants, wordt niet aan de rechten van deze laatsten geraakt⁵³ .

Een goed voorbeeld van een door art 101*sexies* gesanctioneerde, wezenlijke benadeling van een houder van een converteerbare obligatie door bepaalde handelingen van de uitgevende vennootschap vinden we bij S. BROUWER⁵⁴ .

Hij geeft het voorbeeld van een vennootschap die overgaat tot uitgifte van aandelen beneden de conversiekoers met recht van voorkeur voor de aandeelhouders of tot uitgifte van aandelen als bonus of als dividend. De genoemde uitgiften van aandelen zullen hier meestal een daling van de beurskoers van de bestaande aandelen tot gevolg hebben. Indien de houders van converteerbare obligaties hier niet vooraf zouden kunnen converteren, zou dit voor hen een enorm nadeel meebrengen, want door de waardedaling van de aandelen zal converteren niet meer zo aantrekkelijk blijven.

De bescherming van art. 101*sexies* kan dan wel een afdoende bescherming bieden voor de effectenhouder die bereid is zijn obligatie te converteren of

⁵¹ Art. 101*sexies*.

⁵² FAES, *Spelen met warrants*, MIM, 1990, 48.

⁵³ VERANNEMAN, D., *De Converteerbare Obligatie*, Elsene, Hoger Instituut voor Bestuurs- en Handelswetenschappen, 1968-1969, 123.

⁵⁴ BROUWER, S., *Beurs- en Effektenhandel*, Amsterdam, 1964, 145.

zijn warrant uit te oefenen, doch laat het probleem bestaan voor hem die liever nog niet van deze mogelijkheid zou gebruik maken. Hij wordt voor een dilemma gesteld : ofwel toch maar de obligatie converteren of de warrant uitoefenen en inschrijven op de kapitaalverhoging, ofwel dit niet doen en het risico lopen dat zijn obligatie of warrant verwatert.

Een oplossing voor dit probleem is de inlassing van een anti-verwateringsclausule in het contract. Omwille van hun belang voor de bescherming van de houders van obligatiehouders en warrants zullen we in het volgende hoofdstuk deze anti-verwateringsclausules wat nader belichten.

C. DE ANTI-VERWATERINGSCLAUSULES

Grosso modo kunnen de anti-verwateringsclausules ingedeeld worden in twee groepen : enerzijds deze die de uitoefenprijs aanpassen en anderzijds deze die het aantal aandelen aanpassen waarop één warrant of converteerbare obligatie recht geeft. In België gebruiken de economen meestal de techniek van het aanpassen van de uitoefenprijs⁵⁵. In de anti-verwateringsclausule wordt dan gespecificeerd wanneer en hoe men de conversieprijs zal aanpassen ingeval van kapitaalswijziging, stock split, stock dividend of bonus⁵⁶.

Voorbeeld : Een stock split 2 voor 1 wil zeggen dat een aandeelhouder zijn oude aandelen moet inleveren en voor elk oud aandeel twee nieuwe in de plaats krijgt. De conversieprijs zal dan gehalveerd worden om de houder van de converteerbare obligatie of warrant niet te benadelen⁵⁷. Een betere oplossing voor ons voorbeeld ware echter geweest dat men i.p.v. de conversieprijs te halveren, de warranthouder bij uitoefening van zijn warrant gewoon twee aandelen zou hebben gegeven i.p.v. één.

Voor het aanpassen van de conversie- of uitoefenprijs om een obligatie- of warrantverwatering tegen te gaan, kunnen verschillende formules worden gebruikt.

BOGERD⁵⁸ bepaalt de nieuwe conversie- of uitoefenprijs op de uitkomst, die wordt verkregen door de alsdan geldende conversieprijs te vermenigvuldigen met de uitkomst van de formule :

$$\frac{(A \times p) + (B \times q)}{(A + B) \times p}$$

⁵⁵ FAES, N., *l.c.*, 48.

⁵⁶ KIEVIT, C., *o.c.*, 36.

⁵⁷ KIEVIT, C., *o.c.*, 36.

⁵⁸ BOGERD, C.J., *o.c.*, 15-16.

waarbij :

A = Het onmiddellijk voor de aankondiging geplaatste aantal gewone aandelen in het kapitaal van de vennootschap;

B = Het aantal nieuw uit te geven gewone aandelen;

p = De gemiddelde beurskoers per gewoon aandeel in een periode voorafgaand aan de kapitaalsmutatie;

q = De prijs van uitgifte per nieuw gewoon aandeel.

FAES⁵⁹ gebruikt een formule ietwat afwijkend van die van BOGERD om in casu de uitoefenprijs van warrants vast te stellen. Hij gebruikt hiervoor het voorbeeld van de aanpassing die de BBL in juni 1989 doorvoerde. De uitoefenprijs van de warrant was 3.350 fr. In maart was er een uitkering van een stock dividend geweest. Normaal had de uitoefenprijs toen moeten aangepast worden naar 3.330 fr. Maar vermits de beoogde verlaging lager was dan 1% heeft men dat niet gedaan. In juni 1989 voert de BBL een kapitaalverhoging door. De uitoefenprijs werd volgens art. 6 van de warrantovereenkomst aangepast met de factor : $(N + s) / (N + S)$

waarbij :

N = 12.850.571 (aantal bestaande aandelen)

$$s = \frac{1.835.714 \times 3.150}{3.590} = 1.610.724$$

$$= \frac{\text{(aantal nieuwe aandelen} \times \text{uitgifteprijs)}}{\text{gemiddelde aandelenkoers de laatste 10 dagen}}$$

S = 1.835.714 (aantal nieuwe aandelen)

$$\frac{N + s}{N + S} = \frac{12.850.571 + 1.610.724}{12.850.571 + 1.835.714} = \frac{14.461.295}{14.686.285} = 0,98468$$

De nieuwe aangepaste uitoefenprijs werd dan :

* voor het stock dividend : $3.350 \times 0,9945 = 3.331,57$ of afgerond 3.330

* voor de kapitaalsverhoging : $3.330 \times 0,98468 = 3.278,98$ of afgerond 3.280 fr.

Men maakt echter niet altijd gebruik van dergelijke ingewikkelde formules om de verwatering van de houders van converteerbare obligaties of warrants tegen te gaan. Een goed voorbeeld hiervan vinden we in het "Aanbod tot openbare inschrijving op 1.099.696 automatisch converteerbare achtergestelde obligaties" van de Kredietbank.

In haar verrichtingsnota zet de Kredietbank o.a. volgende anti-verwateringsclausule :

⁵⁹ FAES, N., l. c., 48-49.

"Ingeval de Kredietbank overgaat tot een uitgifte van effecten met invloed op haar kapitaal en haar aandelen vóór de terugbetaling van de ACO's, dan kunnen de houders van de ACO's aan deze uitgifte deelnemen, zonder ertoe verplicht te zijn voorafgaandelijk de conversie van hun ACO's te vragen, voor zover de bestaande aandeelhouders een voorkeurrecht bezitten. De houders van de ACO's worden dan beschouwd alsof ze hun ACO's reeds hadden geconverteerd. Aan elke ACO zullen zes coupons gehecht zijn, genummerd A tot F, die gebruikt mogen worden voor de uitoefening van het inschrijvingsrecht.

Bij een eventuele splitsing van de gewone aandelen van de Kredietbank zal het aantal aandelen waarop kan worden ingeschreven proportioneel worden aangepast."⁶⁰.

D. ARTIKEL 101 SEPTIES

Van groot belang voor de belegger is in hoeverre vervroegde aflossing mogelijk is en onder welke voorwaarden. Vervroegde aflossing van een converteerbare lening zal vooral plaatsvinden wanneer de lening, gezien de condities, niet langer interessant is voor de uitgevende instelling. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan de mogelijkheid om tegen veel gunstiger condities te kunnen herfinancieren. Dit kan het geval zijn wanneer de marktrente aanzienlijk is gedaald sinds de uitgifte van de lening, en/of wanneer het financiële aanzien van de uitgevende instelling is verbeterd., zodat een lagere risico-opslag boven de marktrente zou moeten worden betaald⁶¹.

Artikel 101septies bepaalt dat indien de vennootschap zou beslissen de obligatielening vervroegd terug te betalen, zelfs gedeeltelijk, de obligatiehouders of de houders van converteerbare obligaties met warrants hun conversie- of inschrijvingsrecht kunnen uitoefenen gedurende tenminste één maand voor de datum van de terugbetaling⁶². De wetgever wilde hierdoor vermijden dat de vennootschappen door een vervroegde terugbetaling de waarde van het conversie- of inschrijvingsrecht willekeurig zouden kunnen verminderen⁶³. Deze bepaling vindt natuurlijk geen toepassing wanneer de terugbetaling geschiedt na het verstrijken van de termijn gesteld voor de uitoefening van het conversierecht of van het inschrijvingsrecht⁶⁴. Het recht voor de warranthouders om vervroegd in te schrijven geldt ook enkel maar

⁶⁰ X, *Aanbod tot openbare inschrijving op 1.099.696 automatisch converteerbare achtergestelde obligaties (ACO's)*, Antwerpen, Kredietbank, 1993, 17-18.

⁶¹ BOGERD, C.J., *o.c.*, 14.

⁶² VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 32.

⁶³ VERANNEMAN, D., *o.c.*, 122.

⁶⁴ *Parlementaire Stukken Senaat - wetsontwerp nr. 18 van 25 november 1960*, 8.

voor de houders van warrants die onafscheidelijk verbonden zijn met obligaties⁶⁵.

Het door artikel 101^{septies} verleende recht om vervroegd te converteren houdt echter als corrolarium in dat de uitgevende vennootschap kan trachten de conversie af te dwingen. Het zal immers zo zijn dat wanneer de koers van de aandelen hoger ligt dan de vaste conversiekoers, de houder van de obligatie of warrant zal opteren voor omwisseling in aandelen die een hogere waarde vertegenwoordigen in plaats van het contante aflossingsbedrag te verkiezen. Voor de houder van een converteerbare obligatie of warrant zal het aldus dikwijls kiezen zijn tussen twee kwaden, immers veelal zal hij het liefste zijn mogelijk hoogrentende obligatie met interessante omwisselingsrechten aanhouden⁶⁶.

Om misbruik van de vervroegde aflossing door de uitgevende vennootschap te voorkomen is het niet ongebruikelijk dat in de trustakte het beding wordt opgenomen dat de beurskoers van de aandelen waarin kan worden omgewisseld een minimaal percentage boven de vaste conversieprijs moet liggen. Dit kan bijvoorbeeld worden geconcretiseerd door de eis dat de aandelenkoers gedurende een periode van drie maanden voorafgaande aan de datum waarop het voornemen tot vervroegde aflossing wordt aangekondigd onafgebroken tenminste dertig procent boven de beurskoers moet hebben gelegen⁶⁷. Indien vervroegde terugbetaling wordt gedaan op een ogenblik dat de aandelenkoers onder, of in onvoldoende mate boven de conversiekoers evolueert, zal eveneens moeten overgegaan worden tot verlaging van deze laatste om de houders het conversieprivilege niet te ontnemen⁶⁸.

E. DE PUT-CLAUSULE

Soms krijgen de houders van converteerbare obligaties of warrants nog een bijkomende bescherming. Dit zal het geval zijn wanneer in hun leningovereenkomst een put-clausule werd opgenomen. Deze clausule geeft aan de houder van het effect het recht om dit effect op een vooraf bepaalde datum te verkopen aan de emitterende vennootschap tegen een vooraf bepaalde uitoefenprijs. Deze put-prijs is doorgaans groter dan de pari waarde⁶⁹.

⁶⁵ TYTECA, J., *Seminarie "Converteerbare obligaties en warrants"*, Leuven, niet gepubliceerd, 25 november 1993, 5.

⁶⁶ BOGERD, C.J., *o.c.*, 14.

⁶⁷ BOGERD, C.J., *o.c.*, 14.

⁶⁸ VERANNEMAN, D., *o.c.*, 124.

⁶⁹ KIEVIT, C., *o.c.*, 40.

Bij een converteerbare obligatie of warrant met een put kunnen er zich voor de belegger twee scenario's afspelen :

* *ofwel* floreert de vennootschap en kan men best zijn obligatie converteren of zijn warrant uitoefenen om aandelen te verkrijgen;

* *ofwel* doet de onderneming het niet zo goed. In dit geval kan het interessant zijn een put te kunnen uitoefenen, om aldus van het weinig rendabele effect af te raken zonder al te veel verlies te maken⁷⁰ .

V. EVOLUTIE VAN DE ARTIKELEN 101QUINQUIES TOT 101 SEPTIES NA DE WET VAN 1962

De wet van 23 juli 1962 is intussen al enkele malen gewijzigd. Hoewel wij in wat voorafging steeds gekeken hebben naar de laatste versie van de wet, tenzij het uitdrukkelijk anders werd gesteld, denk ik dat het toch interessant kan zijn de opeenvolgende wijzigingen van de artikelen 101*quinquies*, 101*sexies* en 101*septies* even onder de loupe te nemen.

A. DE WET VAN 5 DECEMBER 1984

Artikel 38 van deze wet verving het oorspronkelijke art. 101*sexies* door de volgende bepaling : "In geval van verhoging van het maatschappelijk kapitaal door inbreng in geld kunnen de houders van converteerbare obligaties of van obligaties met voorkeurrecht de conversie van hun effecten verkrijgen of hun voorkeurrecht uitoefenen niettegenstaande enige hiermee strijdige bepaling in de statuten of in de voorwaarden van uitgifte en eventueel als aandeelhouder deelnemen aan de nieuwe uitgifte, voor zover de oude aandeelhouders dit recht bezitten."⁷¹ .

B. DE WET VAN 18 JULI 1991

Door artikel 42 van deze wet worden in art. 101*quinquies* de woorden "of van obligaties met voorkeurrecht" vervangen door de woorden "of van warrants".

Artikel 43 voert een iedentieke wijziging door in art. 101*sexies*^{72 73} .

⁷⁰ VAN GEERT, P., "Konverteerbare obligaties : Vergeet je rechten niet", *Trends*, 26 maart 1992, 64.

⁷¹ Art. 38 W. 5 december 1984, *B.S.*, 12 december 1984, 15633.

⁷² Artt. 42 en 43 W 18 juli 1991, *B.S.*, 26 juli 1991.

Deze wijzigingen hadden tot doel in onze wetgeving formeel te voorzien in een regeling met betrekking tot warrants die niet aan obligaties zijn verbonden. Hoewel in ons rechtsstelsel de warrants gewoonlijk aan obligaties worden verbonden, kent men inderdaad sinds kort ook een “zuivere” of “naakte” warrant; d.i. een warrant die niet verbonden is aan een obligatie en dus gelijk staat aan een inschrijvingsrecht, namelijk het recht om in te schrijven op aandelen. De wetgever wenste voor deze nieuwe effecten bepaalde regels te voorzien om aldus te voorkomen dat bepaalde voorschriften inzake de obligaties met voorkeurrecht zouden kunnen worden omzeild of dat afbreuk zou worden gedaan aan het voorkeurrecht van de aandeelhouders⁷⁴. Toch wensen wij er nog even op te wijzen dat ondanks voorgaande bepalingen de vennootschapswetgever tot op heden de uitgifte van warrants die niet gekoppeld zijn aan obligaties niet uitdrukkelijk toelaat⁷⁵.

VI. DE BESCHERMING DOOR DE COMMISSIE VOOR BANKEN FINANCIËWEZEN

A. ALGEMEEN

Reeds voor het in werking treden van de wet van 23 juli 1962 diende de Bankcommissie (de huidige C.B.F.) er zorg voor te dragen dat bij een publieke emissie de voorwaarden van de lening de obligatiehouders beschermen tegen valse en onrechtvaardige handelingen van de vennootschap⁷⁶.

Bij de uitgifte van converteerbare obligaties dient de Raad van Bestuur een speciaal verslag op te stellen waarin het voorwerp en de omstandige verantwoording van de voorgestelde verrichting worden uiteengezet. Van dit verslag dient een afschrift gestuurd te worden aan de C.B.F. ten minste vijftien dagen voor de bijeenroeping van de algemene vergadering die moet beraadslagen over de uitgifte. Bij dit verslag dient een overeenkomstig de voorschriften van de commissie samengesteld dossier gevoegd⁷⁷.

⁷³ Eenzelfde wijziging werd doorgevoerd in de artikelen 77, 101*bis*, 101*ter*, 101*quater* en 204, 7° van de gecoördineerde wetten op de handelsvennootschappen.

⁷⁴ Parlementaire Handelingen Senaat 1990-1991, 1107-1, 96.

⁷⁵ GEENS, K., “De bevoegdheid van de algemene vergadering in de Naamloze Vennootschap : Enkele algemene notities”, in, X, *Vennootschappen en verenigingen - Capita selecta*, Leuven, K.U.L., 1989, 27.

⁷⁶ DEWANDELER, R., *o.c.*, 63.

⁷⁷ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 29.

Aan de hand van het verslag van de beheerraad zal de C.B.F. kunnen uitmaken of de belegger die aangezocht wordt op de converteerbare lening in te tekenen geen gevaar loopt op een dwaalspoor te worden gebracht over de aard van de zaak en de eraan verbonden rechten⁷⁸. Zo zal de C.B.F. erop toezien dat de juiste anti-verwateringsclausules worden gebruikt. Wanneer de C.B.F. oordeelt dat dit verslag de aandeelhouders onvolledig voorlicht of dat het hen op een dwaalspoor kan brengen, verwittigt zij onmiddellijk de vennootschap en elke bestuurder. Indien de onderneming met de gemaakte opmerking geen rekening zou houden, kan de C.B.F. bij gemotiveerde en aan de vennootschap per aangetekende brief ter kennis gebrachte beslissing de voorgenomen bijeenroeping, beraadslaging of uitgifte gedurende ten hoogste drie maanden opschorten. Deze termijn gaat in de dag waarop van de beslissing van de C.B.F. is kennis gegeven⁷⁹. Zij kan de verrichting na deze termijn niet langer tegenhouden of verbieden, maar kan anderzijds wel haar opmerkingen publiceren zodat de beleggers gewaarschuwd zijn en zich wel zullen hoeden op een dergelijke lening in te tekenen⁸⁰.

De C.B.F. krijgt hier dus dezelfde controle macht die ze ook heeft bij andere uitgiften waar eveneens een publiek beroep op het spaarwezen wordt gedaan.

B. BESCHERMING DOOR HET K.B. VAN 18 SEPTEMBER 1990⁸¹

Dit K.B. biedt nog een aantal extra beschermingsmaatregelen voor de houders van obligaties die tot de officiële notering aan een openbare fondsen- en wisselbeurs van het rijk zijn toegelaten.

Zo stelt artikel 11 §2 dat de onderneming ervoor moet zorgen dat in België de houders van obligaties over de nodige faciliteiten zouden kunnen beschikken om hun rechten te kunnen uitoefenen. Zo moet de vennootschap berichten publiceren of circulaires verspreiden betreffende eventuele vergaderingen van obligatiehouders en de uitoefening van eventuele rechten inzake conversie, omwisseling en inschrijving, afstand van rechten en aflossing.

Ook zal de vennootschap een in België gelegen financiële instelling moeten aanwijzen als mandataris waarbij de obligatiehouders hun financiële rechten

⁷⁸ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 21.

⁷⁹ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 21 en 29-30.

⁸⁰ VANAUDENHAEGEN, M., *o.c.*, 21.

⁸¹ Koninklijk Besluit van 18 september 1990 over de verplichtingen bij toelating van effecten tot de officiële notering aan een openbare fondsen- en wisselbeurs van het Rijk, *B.S.*, 22 september 1990.

kunnen uitoefenen, tenzij de onderneming zelf in België de financiële dienst verzorgt.

Artikel 12 verplicht de onderneming zo spoedig mogelijk kennis te geven van alle feiten of beslissingen waarvan zij kennis heeft en die, zo zij bekend werden, de koers van de obligaties gevoelig zouden kunnen beïnvloeden; van nieuwe uitgiften van obligaties en van de daarbij horende garanties en specifiek voor converteerbare obligaties en obligaties met warrants, van alle wijzigingen in de rechten verbonden aan de verschillende categorieën aandelen waarop deze obligaties betrekking hebben.

Artikel 13 tenslotte bepaalt dat de vennootschap het publiek zo spoedig mogelijk de mogelijkheid moet bieden haar laatste jaarrekening en haar laatste jaarverslag, voor zover openbaarmaking hiervan krachtens het nationale recht verplicht is, te verkrijgen.

VII. BESLUIT

De wet van 23 juli 1962 heeft duidelijk een einde gemaakt aan de onzekere toestand die er bestond m.b.t. de bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties of warrants. Door de invoeging van de artikelen 101*quinquies* tot en met 101*septies* werd een duidelijk actiemiddel gegeven aan deze effectenhouders om op te treden tegen eventuele handelingen van de emitterende vennootschap die voor hen nadelig zouden kunnen zijn. Beursgenoteerde vennootschappen zijn aan nog strictere regels gebonden.

In de praktijk zien we echter dat vele vennootschappen het niet tot een dispuut met de houders van converteerbare obligaties of warrants laten komen, en dit door het invoegen van anti-verwateringsclausules in de uitgiftevoorwaarden van de obligatielening. Hierdoor wordt de kans op een benadeling van een houder van converteerbare obligaties of warrants enorm klein. Dit kan misschien ook een verklaring zijn voor het bijna totale gemis aan rechtspraak omtrent deze materie. We kunnen alleen maar hopen dat het ook in de toekomst zo mag blijven.

APERCU GENERAL

Ce texte traite de la protection des obligataires et des titulaires de droits de souscription.

L'introduction est consacrée à la définition des "mots-clés", à savoir obligation, obligation convertible, droit de souscription, obligation avec ou sans droit de souscription.

La deuxième partie du texte situe le problème de la lésion des obligataires et des titulaires de droits de souscription ainsi que la nécessité de prévoir une protection adéquate à leur égard. Le problème de la lésion peut se poser dans des situations différentes : une augmentation ou diminution de capital influencera la valeur du droit de souscription, la société peut obliger les obligataires à accepter un remboursement anticipé, une fusion peut également causer une lésion, ...

Les dernières parties (III à VI) traitent de la protection. Cette protection a connu une certaine évolution. Avant la loi du 23 juillet 1962, la protection des obligataires se situait principalement au niveau du droit des obligations: en cas de lésion, ils pouvaient obtenir réparation en demandant des dommages et intérêts sur base de l'article 1142 C.C.. La Commission Bancaire veillait à ce qu'il n'y ait pas d'injustice trop flagrantes et les obligataires pouvaient demander l'insertion de certaines clauses dans le contrat visant à assurer leur protection. L'émission d'obligations convertibles était considérée comme une augmentation de capital différée, et donc jouissant de la protection statutaire. Mais, malgré ces constructions, l'obligation convertible ne disposait d'aucun statut légal.

La loi du 23 juillet 1962 a remédié à ce vide juridique, à savoir en insérant les articles 101*bis* à 101*octies* (et principalement les articles 101*quinques* à 101*septies*). Les articles 101 *quinques* à *septies* sont entièrement analysés dans la quatrième partie du texte, tandis que la cinquième partie est consacrée à leur évolution à travers les lois du 5 décembre 1984 et du 18 juillet 1991.

La sixième partie traite tout particulièrement de la protection spéciale de la Commission Bancaire (cf. l' A.R. du 18 septembre 1990).



VERTAALBUREAU

AL TWINTIG JAAR IN DIENST VAN HET JURIDISCH BEROEP

Vaartstraat 59
3000 Leuven

Telefoon: 016/22.82.54
Telefax: 016/22.65.19