

Converteerbare obligaties. Het verschijnsel van de "Verwatering" en de Wettelijke Bescherming

Julia Vergauwen

Onder wetenschappelijke begeleiding van Prof. Dr. H. De Wulf.

1. Inleiding

Een vennootschap die converteerbare obligaties¹ heeft uitgegeven, kan een reeks van handelingen stellen die de rechten en voordelen, verbonden aan het conversierecht kunnen verminderen en dus aan de houder schade kunnen berokkenen. Dit verschijnsel wordt in de juridische en economische literatuur "verwatering" genoemd. Maar wat houdt het begrip "verwatering" in? En welke bescherming biedt de Belgische wetgever aan de houders van converteerbare obligaties?

Ondanks het belang van converteerbare obligaties in het kader van financiering van vennootschappen werd er in de vakliteratuur weinig geschreven over het verschijnsel verwatering. In dit werkstuk wordt getracht een diepgaand inzicht te verlenen in het verschijnsel verwatering (Hoofdstuk I.). Vervolgens wordt nagegaan hoe de houders van converteerbare obligaties door de wetgever beschermd worden tegen verwatering beschermd worden, waarbij deze beschermingsmaatregelen telkens op hun doeltreffendheid getoetst worden (Hoofdstuk II.).

¹ Converteerbare obligaties zijn obligaties die onder voorwaarden en op tijdstippen, die vooraf zijn bepaald, kunnen worden geconverteerd in aandelen van de vennootschap die ze uitgeeft. Zie Verslag over het wetsontwerp tot wijziging van de wetten betreffende de handelsvennootschappen gecoördineerd op 30 november 1935 in het kader van een doorzichtige organisatie van de markt van de ondernemingen en van de openbare overnameaanbiedingen, *Parl.St.*, Senaat 1990-1991, nr. 1107/3, 31.

2. Verwatering

In dit hoofdstuk wordt het verschijnsel verwatering grondig uiteengezet. Hieronder volgt een bespreking van het voorwerp (§1), de vormen (§2) en de oorzaken (§3) van verwatering.

2.1 VOORWERP VAN VERWATERING

De zinsnede "verwatering van converteerbare obligaties" is misleidend. Immers, het voorwerp van verwatering is niet de converteerbare obligatie in haar geheel maar het *conversierecht* dat daarin is inbegrepen.² Het is dus enkel het conversierecht dat verwaterd en niet de obligatie (d.i. lening).

Het *conversierecht* verleent de houder het recht de obligatie om te zetten in een kapitaaldeel en dus een volwaardige aandeelhouder te worden van de emitterende vennootschap.³ De houder heeft de keuze tussen ofwel te converteren ofwel de obligaties te behouden.⁴ Zij zal normaliter slechts tot conversie overgaan wanneer het aandeel tot boven een zekere waarde is gestegen. Door de conversie kan hij mee genieten van de waardeverhoging, en dit met een beperkter risico dan een aandeelhouder.⁵

2.2 VORMEN VAN VERWATERING

De converteerbare obligaties kunnen twee vormen van verwatering ondergaan. Namelijk, procentuele verwatering (A) of economische verwatering (B). Zoals verder zal blijken sluit de ene vorm de andere niet uit.

2.2.1 Procentuele verwatering

Procentuele verwatering veronderstelt een daling in het potentiële participatiepercentage. Het doet zich voor door een loutere uitgifte van bijkomende aandelen of toekenning van rechten tot verkrijging van aandelen.⁶

² Cf. J. J. PRINSEN, *Converteerbare obligaties, Omzetting van schuld in eigen vermogen*, Deventer, Kluwer, 2004, 120.

³ G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 122-49.

⁴ J.M. VAN HILLE, *Aandelen en Obligaties in het Belgisch recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 213, nr. 465.

⁵ G. POPPE, "Commentaar bij art. 489 W. Venn. (oude art. 101bis Venn. W.)", in X., *Vennootschappen en verenigingen: Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 259; J. THOLLEMBEEK, "De bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties en warrants", *Jura Falc.* 1994-95, (333) 334.

⁶ D. L. RATNER, "Dilution and Anti-Dilution: A Reply to Professor Kaplan", *Chi. L. Rev.* 1966, afl. 33, (494) 496; M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129), 134.

⁷ Hierdoor zullen de houders van converteerbare obligaties hun potentiële zeggenschap binnen de emitterende vennootschap voor een deel verliezen en bestaat bovendien de mogelijkheid dat een eventuele meerderheidspositie na een dergelijke verrichting tot een minderheidspositie verwordt.⁸

Maar zelfs indien de houder niet overgaat tot conversie kan hij belang bij hebben om zijn mogelijke participatiepercentage te handhaven. Immers, een potentiële grootaandeelhouder zal al vóór de conversie invloed op het bestuur kunnen uitoefenen.⁹

Voorbeeld:

Het eigen vermogen van vennootschap Q bedraagt 1.000€, bestaande uit 1.000 aandelen.

A beschikt over 1.000 converteerbare obligaties van vennootschap Q converteerbaar in 1.000 aandelen van Q. De conversie zou dus recht geven op 50% van de aandelen.

Vennootschap Q geeft later 1.000 bijkomende aandelen uit aan B tegen 1.000€.

Hierdoor ondergaat A procentuele verwatering, want zijn eventuele participatie daalt van 50% (1000/2000) naar 33,3% (1000/3000).

De nadelen van procentuele verwatering komen ook op het economische vlak tot uiting. De houder zal zijn converteerbare obligaties tegen veel minder gunstige financiële voorwaarden kunnen overdragen.¹⁰ Met andere woorden, het conversierecht zal een economische waardedaling ondergaan.

A contrario zou men kunnen stellen het probleem van procentuele verwatering niet bestaat wanneer de obligaties converteerbaar zijn in aandelen zonder stemrecht. Deze stelling dient echter te worden genuanceerd aangezien in de gevallen bepaald in artikel 481 W. Venn. de houders van aandelen zonder stemrecht op de algemene vergadering van aandeelhouders mee kunnen stemmen.

⁷ In principe zal enkel de uitgifte van nieuwe aandelen met stemrecht een procentuele verwatering veroorzaken en dus niet die van aandelen zonder stemrecht. Dit moet echter worden genuanceerd aangezien de houders van deze aandelen in de gevallen bepaald in artikel 481 W. Venn. wel mee mogen stemmen.

⁸ S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1258.

⁹ S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1257.

¹⁰ D. BRULOOT, "Commentaar bij art. 592 W. Venn. (oud art. 34bis § 1, al. 1-2 en 101quater, al. 1 Venn. W.)", in X., *Vennootschappen en verenigingen: Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 197.

2.3 ECONOMISCHE VERWATERING

Economische verwatering betekent een waardedaling van een gedane investering.¹¹

Voorbeeld:

Het eigen vermogen van vennootschap Q bedraagt 1.000€, bestaande uit 1.000 aandelen.

A heeft 1.000 obligaties, converteerbaar in 1.000 aandelen.

Vervolgens wordt het kapitaal van de emittent met 800€ verhoogd, waarbij 1.000 bijkomende aandelen worden uitgegeven.

A ondergaat daardoor economische verwatering omdat zijn investering enkel nog 933€ waard is ($2.800€ / 3.000 \times 1.000$).

De economische verwatering kan maar hoeft niet samen te gaan met de procentuele verwatering.¹² Met andere woorden, de uitgifte van bijkomende aandelen kan een procentuele verwatering tot gevolg hebben zonder de economische waarde van converteerbare obligaties te verminderen en omgekeerd.¹³

Voorbeeld:

Het eigen vermogen van vennootschap Q bedraagt 1.000€, bestaande uit 1.000 aandelen.

A beschikt over 1.000 converteerbare obligaties van vennootschap Q converteerbaar in 1.000 aandelen van dezelfde vennootschap. Door de conversie zou A dus 50% van de aandelen krijgen.

Vennootschap Q geeft later 1.000 bijkomende aandelen uit aan B tegen 1.000€ (1€ per aandeel) waardoor het kapitaal tot 2.000€ stijgt.

A ondergaat hierdoor een procentuele verwatering ($50\% \rightarrow 33,3\%$). De economische waarde van zijn aandelen echter blijft gelijk ($1.000€ = 33,3\% \times 3000€$).

Omgekeerd:

Dezelfde vennootschap keert dividenden uit aan bestaande aandeelhouders ter waarde van 200€. Hierdoor vermindert het eigen vermogen tot 1.800€.

Het gevolg voor converteerbare obligaties van A is economische verwatering. Het vermogen van A bedraagt nu 900€ ($1.800 / 2.000$).

Op het potentiële participatiepercentage van A heeft het geen invloed.

Het bestaan en de omvang van economische verwatering hangt in belangrijke mate af van de wijze waarop de verwatering gemeten wordt. De diverse

¹¹ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 136.

¹² S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1255.

¹³ S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1258.

methodes van meting verschillen onder elkaar betreffende het *vergelijkingspunt in de tijd* (a) en de *in aanmerking genomen variabelen* (b).

2.3.1. *Het vergelijkingspunt in de tijd*

Om een waardedaling te kunnen meten is er een vergelijkingspunt in de tijd vereist. Dit vergelijkingspunt kan bestaan uit ofwel de *initiële* investeringswaarde ofwel de *actuele* aandeelwaarde. De initiële investeringswaarde van een converteerbare obligatie is de conversieprijs¹⁴ op het moment van de initiële investering.¹⁵ De actuele aandeelwaarde is de marktwaarde van onderliggende aandelen onmiddellijk vóór de verwaterende verrichting.¹⁶ Een bepaalde gebeurtenis kan de rechten van een obligatiehouder verwateren tegenover de initiële investeringswaarde, de actuele marktwaarde of beide.¹⁷

¹⁴ De conversieprijs is de in geld uitgedrukte nominale kostprijs van een aandeel dat de obligatiehouder verkrijgt bij de conversie. Het ligt hoger dan de marktwaarde van onderliggende aandelen: het verschil noemt men de conversiepremie. De premie belooft doorgaans 10 tot 15%. Opdat de conversie voor de obligatiehouder lonend is, moet de waarde van het aandeel eerst verder stijgen tot de conversiepremie is gecupereerd.

¹⁵ Zie M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129), 136 en 142.

¹⁶ Zie D. L. RATNER, "Dilution and Anti-Dilution: A Reply to Professor Kaplan", *Chi. L. Rev.* 1966, afl. 33, (494) 494; D. A. BROADWIN, "An Introduction to Antidilution Provisions", *Prac.Law.* 2004, I, (27) 25; M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129), 136 en 150.

¹⁷ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129), 136.

Voorbeeld:

Vennootschap Q geeft converteerbare obligaties uit, waarvan de conversieprijs 1,10€ bedraagt (marktwaarde 1€ + conversiepremie 0,10€). De marktwaarde van onderliggende aandelen blijft stijgen tot 1,35€. Door incorporatie van reserves in het kapitaal samengaand met de uitgifte van bonusaandelen daalt de marktwaarde naar 1,15€. Dus:

De initiële investeringswaarde = 1,10€

De actuele aandeelwaarde = 1,35€

Is er economische verwatering?

Is de *initiële investeringswaarde* de maatstaf, dan is er geen verwatering (1,10€ → 1,15€).

Is de *actuele aandeelwaarde* de maatstaf dan is er wel verwatering (1,35€ → 1,10€).

Omgekeerd:

De initiële investeringswaarde = 3,30€ (marktwaarde 3€ + conversiepremie 0,30€)

De actuele aandeelwaarde = 1,35€

Is de initiële investeringswaarde de maatstaf dan is er economische verwatering (3,30€ → 1,35€).

Is de actuele aandeelwaarde de maatstaf dan vindt er geen verwatering plaats (1,35€ → 1,35€).

2.3.2 De betrokken variabelen

De vaststelling van verwatering gebeurt door de economische waarde van converteerbare obligaties vóór en deze na een bepaalde verrichting met elkaar te vergelijken. De vraag is dan: hoe worden bij de vergelijking betrokken economische waarden bepaald? Afhankelijk van in aanmerking genomen variabelen, kan het gaan om 1) de aandeelwaarde of 2) de volle economische waarde.

a. Aandeelwaarde

De aandeelwaarde is de marktwaarde van de onderliggende aandelen.¹⁸ Dit is de prijs die de obligatiehouder zou ontvangen indien zij door de conversie verkregen aandelen onmiddellijk daarna zou verkopen.¹⁹ Doorgaans wordt hierbij de actuele aandeelwaarde als vergelijkingspunt in de tijd gekozen.²⁰

¹⁸ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129), 137.

¹⁹ S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241), 1250.

²⁰ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129), 139.

Aangezien men hier één enkele variabeel gebruikt - de marktwaarde van het onderliggend aandeel - is het een simpelere benaderingswijze. Zo wordt de verwaterende impact van een verrichting gemeten door de vergelijking van de aandelenwaarde vóór en deze na de verrichting.

b. Volle economische waarde

De tweede wijze om de economische waarde van het conversierecht te meten is “de volle economische waarde – benadering”. De volle economische waarde heeft betrekking op de waarde van het conversierecht in zijn geheel.²¹

In tegenstelling tot de “aandeelwaarde – benadering”, worden hier voor de bepaling van de waarde van het conversierecht, meerdere variabelen in aanmerking genomen, waarbij de marktwaarde van onderliggende aandelen een van de vele variabelen is. De volgende tabel geeft een overzicht van enkele belangrijke variabelen en hun invloed op de waarde van het conversierecht. Daarna worden deze variabelen kort uitgelegd.

TABEL

Variabelen	Invloed
1. <i>De aandeelwaarde</i>	↑
2. <i>De schommeling van aandeelwaarde</i>	↑
3. <i>Termijn</i>	↑
4. <i>Interesten</i>	↓
5. <i>Kans op wanprestatie</i>	↓

c. De aandeelwaarde

De stijging van de aandeelwaarde heeft een positief effect op de waarde van het conversierecht.²²

²¹ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, “Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities”, *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129), 137.

²² M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, “Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities”, *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 137; S. I. GLOVER, “Solving Dilution Problems”, *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1255.

Zoals hierboven al vermeld is de aandeelwaarde de marktwaarde van onderliggende aandelen of anders gesteld, de prijs die men zou krijgen bij verkoop van het verkregen aandeel onmiddellijk na de conversie.²³ De aandeelwaarde is een van de vele factoren die de waarde van het conversierecht beïnvloeden.²⁴

d. De schommeling van aandeelwaarde

De schommeling heeft een positieve invloed op de waarde van het conversierecht. Dat betekent hoe groter de schommeling hoe hoger de waarde is van het conversierecht. De schommelingen verhogen de kans op waardestijging van onderliggende aandelen. In de regel veronderstelt de schommeling van marktwaarde van onderliggende aandelen een risico. Converteerbare obligaties echter vormen een uitzondering hierop. Dit komt doordat zij profiteren als de waarde stijgt maar geen verlies lijden als de waarde daalt.^{25; 26} Converteerbare obligaties zijn immers leningen en zijn dus niet onderhevig aan de risico's van het kapitaal.²⁷

e. Termijn

De lengte van de overblijvende conversietermijn heeft een positieve werking op de waarde van het conversierecht. Dat betekent dat hoe dichterbij men naar het einde van de termijn toekomt hoe minder zal het conversierecht waard zijn. Want hoe langer de termijn hoe groter de kans is dat de onderliggende aandelen in de waarde zullen stijgen.²⁸

Anderzijds betekent een langere overblijvende termijn ook een groter kans op verlies. Echter, zoals hierboven al gesteld, bestaat er voor converteerbare obligaties een onderplafond.

²³ S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241), 1251.

²⁴ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 137.

²⁵ S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1251.

²⁶ Dit dient enigszins te worden genuanceerd. Het verlies voor de obligatiehouder zal bestaan uit de kosten van het conversierecht dat bestaat uit de conversiepremie en een lagere interestvoet voor de obligatie.

²⁷ J. J. PRINSEN, *Converteerbare obligaties, Omzetting van schuld in eigen vermogen*, Deventer, Kluwer, 2004, 121.

²⁸ J. J. PRINSEN, *Converteerbare obligaties, Omzetting van schuld in eigen vermogen*, Deventer, Kluwer, 2004, 122; S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241), 1252.

f. Interesten

De hoogte van de interestvoet die de houder voor zijn obligaties ontvangt, heeft een negatieve invloed op de waarde van het conversierecht. Immers hoe hoger de interesten hoe minder zal de houder geneigd zijn te converteren. Hierdoor daalt de waarde van het conversierecht.²⁹ Dit is van belang bij converteerbare obligaties met een veranderlijke interestvoet, anders kan er geen sprake zijn van een *variabel*.

g. Kans op wanprestatie

De stijging van de kans dat de emittent zijn verbintenissen niet zal kunnen nakomen wegens betalingsmoeilijkheden heeft een negatieve invloed op de waarde van het conversierecht.³⁰ Aangezien in een dergelijk geval een obligatiehouder (d.i. een schuldeiser) vóór een aandeelhouder betaald wordt zal een obligatiehouder minder geneigd zijn te converteren. Dit gegeven leidt tot een waardedaling van het conversierecht.

De economen hebben gesofisticeerde modellen ontwikkeld voor de waardering van het conversierecht. Het gaat om complexe – en voor de jurist onverstaaanbare – formules waarin rekening wordt gehouden met o.a. hierboven besproken variabelen maar ook met andere gegevens zoals een *calloptie* van de emittent.³¹ Deze modellen bepalen niet enkel welke variabelen in aanmerking worden genomen maar berekenen ook de waarde van elk variabel afzonderlijk. Zij berekenen bijvoorbeeld de waarde van de kans op betalingsmoeilijkheden.

h. Aandeelwaarde vs. Volle economische waarde

Zoals gezien is de aandeelwaarde één van vele variabelen die in aanmerking worden genomen bij “volle economische waarde – benadering”. Daarom is er geen noodzakelijke relatie tussen enerzijds de aandeelwaarde en anderzijds de volle economische waarde vóór en na een verwaterende handeling.³² Zo kan het gebeuren dat een bepaalde handeling de aandeelwaarde niet maar de volle economische waarde wel verlaagt.

Door zijn ruimere aanpak laat de volle economische waarde – benadering een preciezere meting van het verwaterende effect van een bepaalde verrichting toe. Immers, de “aandeelwaarde – benadering” houdt geen rekening met variabelen die een significante invloed op de conversiewaarde kunnen hebben.

²⁹ S. I. GLOVER, “Solving Dilution Problems”, *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1252.

³⁰ S. I. GLOVER, “Solving Dilution Problems”, *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1252.

³¹ M. J. BRENNEN en E. S. SCHWARTZ, “Analyzing Convertible Bonds”, *Fin. & Quantitative Analysis* 1980, afl. 15, 907-929.

³² S. I. GLOVER, “Solving Dilution Problems”, *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1255.

Hierdoor kan de verwaterende werking van een handeling over- of onderschat worden.³³

2.4 OORZAKEN VAN VERWATERING

Globaal genomen gezien kunnen informatiebarrières en anderzijds op *agency*-problemen gezien worden als de oorzaken van verwatering van converteerbare obligaties.³⁴

Het bestaan van informatiebarrières veronderstelt een situatie waarbij de investeerder (h.i. de houder van converteerbare obligaties) op het ogenblik van de initiële investering over onvoldoende of inaccurate informatie beschikt over de emittent, die hem in staat moet stellen de waarde van zijn investering te bepalen.³⁵

Informatiebarrières kunnen twee vormen aannemen. De eerste is de asymmetrische informatie, waarbij de emitterende vennootschap over de informatie beschikt waarover de investeerder niet kan beschikken.³⁶ De tweede vorm betreft de situatie waarbij geen van partijen over de nodige informatie beschikt.³⁷

Door het bestaan van informatiebarrières heeft de investeerder op het moment van de initiële investering een vals beeld van de onderneming en riskeert daardoor de overwaardering van zijn investering. De verwatering van de converteerbare obligaties bestaat dan uit het verschil tussen de geschatte en de werkelijke waarde van het conversierecht en doet zich voor op het ogenblik van initiële investering.

Deze informatiebarrières komen eerder voor bij private vennootschappen en in mindere mate bij publieke. Bij private vennootschappen is het risico van overwaardering vooral groot bij startende, hoogtechnologische ondernemingen. Bij deze ondernemingen vloeit de moeilijkheid van accurate waardering voort uit enerzijds de afwezigheid van het ondernemingsverleden en anderzijds uit het ontbreken van vereiste wetenschappelijke kennis om de

³³ S. I. GLOVER, "Solving Dilution Problems", *Bus.Law.* 1995-1996, afl. 51, (1241) 1251.

³⁴ Zie ook M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 139.

³⁵ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 131.

³⁶ D. A. BROADWIN, "An Introduction to Antidilution Provisions", *Prac.Law.* 2004, I, (27) 30; G. G. TRIANTIS, "Financial Contract Design in the World of Venture Capital", *U.Chi.L.Rev.* 2001, afl. 68, (305) 307; R. J. GILSON, "Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience", *Stan. L. Rev.* 2003, afl. 55, (1067) 1076.

³⁷ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 131, vn. 13.

vaardigheden van de ondernemers te evalueren.³⁸ Bij grote publieke vennootschappen daarentegen, is het risico van overwaardering veel kleiner.³⁹ Dit komt doordat de marktprijs van dergelijke financiële instrumenten de resultante is van een goed geïnformeerde markt.⁴⁰

Wat de verwatering als resultante van informatiebarrières betreft, moeten de volgende opmerkingen worden gedaan. Ten eerste, de verwatering doet zich voor op het moment van de initiële investering zelf. Ten tweede, de verwatering van het conversierecht doet zich voor onafhankelijk van het stellen van verwaterende verrichting vanwege de emittent.

Om de houder op een adequate wijze informatiebarrières te beschermen, moet de verwatering gemeten worden door te kijken naar de initiële investeringswaarde. Dit is de conversieprijs op het moment van de initiële investering. Hierdoor zal het risico van overwaardering, dat resulteert in de verwatering van converteerbare obligaties, overgedragen worden op de emittent (*Risk-Shifting*).⁴¹ Zoals verder zal blijken, kan dit enkel contractueel gebeuren, aangezien de Belgische wetgever in een dergelijke bescherming niet voorziet.

Agency-problemen ontstaan door het bestaan van tegenovergestelde belangen tussen de houder van converteerbare obligaties enerzijds en de aandeelhouders van de emitterende en diens bestuur anderzijds⁴², waarbij deze laatste beslissingen kunnen nemen betreffende de investering van de houder.⁴³

Er is belangenconflict doordat de houders van converteerbare obligaties en de aandeelhouders en het bestuur tegenovergestelde belangen in de emittent hebben. Het belang van de houders van converteerbare obligaties ligt bij het behoud of de stijging van de waarde van onderliggende aandelen, aangezien de waardedaling de verwatering van converteerbare obligaties tot gevolg heeft. De bestaande aandeelhouders daarentegen, hebben niet altijd belang bij het behoud of de verhoging van de waarde van onderliggende aandelen, aangezien zij uit dezelfde verwaterende verrichting tegelijkertijd voordelen behalen die de waardedaling compenseert. Hierbij kan gedacht worden aan een dividendenuitkering aan de bestaande aandeelhouders, die de waarde van de onderliggende aandelen doet dalen.

³⁸ Zie R. J. GILSON, "Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience", *Stan. L. Rev.* 2003, afl. 55, (1067) 1076-1093.

³⁹ Zie D. A. BROADWIN, "An Introduction to Antidilution Provisions", *Prac.Law.* 2004, II, (23) 24 en 27.

⁴⁰ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 131.

⁴¹ Zie D. A. BROADWIN, "An Introduction to Antidilution Provisions", *Prac.Law.* 2004, I, (27) 29.

⁴² Agency-problemen doen zich in verschillende vormen en situaties voor; bijvoorbeeld tussen het bestuur en de aandeelhouders. Hier blijft het echter beperkt tot de relatie tussen aandeelhouders en de houders van converteerbare obligaties.

⁴³ Zie M. KLAUSNER en K. LITVAK, "What Economists Have Taught Us About Venture Capital Contracting", 2001, 4.

Agency-problemen ontstaan doordat de vennootschappelijke beslissingsmacht bij de bestaande aandeelhouders en het bestuur ligt met uitsluiting van de houders van converteerbare obligaties.⁴⁴ De agency-problemen ontstaan wanneer de aandeelhouders van deze macht gebruikmakend beslissingen nemen⁴⁵, in hun voordeel maar ten koste van de houders van converteerbare obligaties. Zoals bij de nadere bespreking van verwaterende verrichtingen zal blijken, resulteert deze situatie in de vermogensverschuiving van de houders van converteerbare obligaties naar de bestaande aandeelhouders.⁴⁶

Wat de verwatering als resultante van dergelijke verrichtingen betreft moeten de volgende opmerkingen worden gedaan. Ten eerste, de verwatering als resultaat van agency-problemen doet zich voor op het moment van de verwaterende verrichting zelf. Dit in tegenstelling tot informatiebarrières, waarbij de verwatering plaats grijpt op het moment van de initiële investering.⁴⁷ Ten tweede, anders dan bij informatiebarrières, zullen agency-problemen de rechten van de houders enkel verwateren indien deze tot uiting komen in bepaalde verrichtingen, zoals de dividenduitkering.

Voor een adequate bescherming tegen dergelijke verrichtingen, dient de verwatering als resultante van agency-problemen, gemeten te worden door het te vergelijken met de actuele aandeelwaarde. Dit is de marktwaarde van onderliggende aandelen onmiddellijk vóór de verwaterende verrichting. Samengevat, agency-problemen kunnen een oorzaak vormen voor de verwatering van converteerbare obligaties door het samentreffen van belangenconflict tussen de aandeelhouders en de houders van converteerbare obligaties met de ongelijke verdeling van beslissingsmacht.

Om de houder van converteerbare obligaties tegen dergelijk opportunistisch gedrag te beschermen, verbiedt het Wetboek van Vennootschappen de emittent handelingen te stellen die uitmonden in de waardedaling van het

⁴⁴ Hierbij wordt de beslissingsmacht bedoeld die betrekking her op het conversierecht. Dit is in bepaalde mate anders betreffende de obligatie, waarbij de houder dezelfde rechten heeft als een gewone obligatiehouder.

⁴⁵ Dit kunnen zij zowel rechtstreeks alsook onrechtstreeks doen. Rechtstreeks, door te stemmen op de algemene vergadering van aandeelhouders en onrechtstreeks, door hun relatie tot het bestuur van de vennootschap. Het bestuur zal immers belang bij hebben beslissingen te nemen die de aandeelhouders bevoordelen ongeacht de negatieve gevolgen voor de houders van converteerbare obligaties. Het belang dergelijke beslissingen te nemen bestaat doordat het bestuur vaak (geheel of gedeeltelijk) door de aandeelhouders zelf wordt waargenomen of doordat bestuurders een ondergeschikte positie ten aanzien van de aandeelhouders innemen. Tenzij zoals hierboven al vermeld, de houder van converteerbare obligatie een potentiële grootaandeelhouder is en dus reeds vóór de conversie het bestuur kan beïnvloeden. Deze ondergeschiktheid ontstaat, onder andere, doordat de aandeelhouders bevoegd zijn de bestuurders te benoemen (artikel 518, §2 W. Venn.), kwijting te verlenen (artikel 554, lid 1 W. Venn.) en te ontslaan (artikel 518, §3 W. Venn.).

⁴⁶ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 141.

⁴⁷ M. A. WORONOFF en J. A. ROSEN, "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities", *Fordham L. Rev.* 2005, afl. 74, (129) 131, vn. 15.

conversierecht. Daarnaast kunnen de partijen voorzien in bijkomende contractuele bescherming door de opneming van anti-verwateringsclausules. Deze laatste vallen echter buiten het bestek van dit werkstuk.

De bevindingen van deze paragraaf kunnen als volgt worden samengevat:

	INFORMATIEBARRIÈRES	AGENCY-PROBLEMEN
<i>Oorzaak</i>	Overwaardering	Verwaterende verrichting
<i>Tijdstip</i>	Initiële investering	Verwaterende verrichting
<i>Meting</i>	Initiële investeringswaarde	Actuele aandeelwaarde
<i>Bescherming</i>	Contractueel	Wettelijk contractueel +

3. Wettelijk Bescherming

3.1 ALGEMEEN

Gezien de verregaande nadelige gevolgen van verwatering dringt zich de behoefte op om het conversierecht te beschermen. De Belgische wetgever heeft het dan ook gedaan door de invoering van artikelen 490, 491 en 492 van het Wetboek van Vennootschappen.

3.2 DE BESCHERMING

De wettelijke bescherming van converteerbare obligaties in België bestaat uit twee groepen van regels. Namelijk, enerzijds maatregelen tot bescherming van de component obligatie en die voor de component conversierecht.

Gezien de converteerbare obligaties een vorm van gewone obligaties zijn geniet de component *obligatie* alle rechten gekoppeld aan gewone obligaties.⁴⁸

⁴⁸ Memorie van toelichting van het wetsontwerp 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, *Parl.St.*, Senaat 1960-61, nr. 18, 1; G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., I.22-49.

Het betreft het recht van ontbinding van de obligatielening,⁴⁹ het recht tot zekerheden, het recht op interesten⁵⁰, het recht op terugbetaling van de sommen, het recht op informatie,⁵¹ het recht om de algemene vergadering van aandeelhouders bij te wonen met een raadgevende stem⁵², het recht om de algemene vergadering van obligatiehouders bij te wonen en mee te stemmen⁵³; en het recht op vergoeding bij verlies of diefstal inzake obligaties aan toonder.⁵⁴

De wettelijke beschermingsmaatregelen specifiek voor het *conversierecht*⁵⁵ in België zijn opgenomen in artikelen 490, 491 en 492 van het Wetboek van Vennootschappen. Artikel 490 W. Venn. is een algemene beschermingsregel. De artikelen 491 en 492 W. Venn. daarentegen zijn specifieke "beschermingsmaatregelen". Deze bepalingen zijn van dwingend recht ten voordelen van de houder van converteerbare obligaties.

Aangezien het voorwerp van dit werkstuk (anti-verwateringsclausules) gebaseerd is op de verwatering van het conversierecht dat onderscheiden dient te worden van de obligatie, worden hieronder enkel de artikelen 490 tot en met 492 W. Venn. besproken. De uiteenzetting van maatregelen ter bescherming van de component obligatie valt dus buiten het bestek van dit werkstuk.

3.2.1 *De algemene beschermingsmaatregel (art. 490 W. Venn.)*

Artikel 490 W. Venn. formuleert een algemene beschermingsmaatregel voor de houders van converteerbare obligaties, krachtens hetwelk "te rekenen van de uitgifte van de converteerbare obligaties en tot het einde van de termijn van conversie, mag de vennootschap door geen enkele verrichting de voordelen verminderen die de voorwaarden van uitgifte of de wet toekennen aan de obligatiehouders, behoudens in het geval van artikel 491 en in de gevallen waarin de voorwaarden van uitgifte speciaal voorzien."

De keuze voor een algemene formulering wordt door de wetgever verantwoord met de onmogelijkheid om alle operaties op te sommen die het conversierecht

⁴⁹ Artikel 487 W. Venn.

⁵⁰ C. SUNT, "Schuldeffecten uitgegeven door vennootschappen. Een overzicht" in Y. MERCHERS (ed.), *Liber amicorum Yvette Merchiers*, Brugge, Die Keure, 2001, (579) 585; J. THOLLEMBEEK, "De bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties en warrants", *Jura Falc.* 1994-95, (333) 334.

⁵¹ Artikel 553 W. Venn.

⁵² Artikel 537 W. Venn.

⁵³ Artikelen 568 tot 580 W. Venn.

⁵⁴ G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., I.22-20s – I.2.2-20w.

⁵⁵ Dat deze artikelen op het conversierecht slaan en niet op de converteerbare obligatie in haar geheel wordt bevestigd door de in artikel 490 W. Venn. opgenomen zinsnede "tot het einde van de termijn van conversie". Immers, in dit artikel geboden bescherming houdt op te bestaan samen met het conversierecht en slaat aldus niet op de overblijvende component obligatie.

kunnen aantasten.⁵⁶ Wel worden in de voorbereidende werkzaamheden enkele voorbeelden van verrichtingen gegeven die als verwaterende verrichtingen beschouwd worden. Enkele van deze voorbeelden zijn: kapitaalvermindering door terugbetaling, opneming van reserves in het kapitaal en gelijktijdige afgifte van bonusaandelen aan de aandeelhouders, uitgifte van winstaandelen of van andere converteerbare obligaties.⁵⁷

Bij niet-naleving van de bepalingen van artikel 490 W. Venn. kan de houder van converteerbare obligaties een vordering tot nietigverklaring tegen de verwaterende handeling stellen. Het betreft een relatieve nietigheid.⁵⁸ Elke inbreuk kan leiden tot de veroordeling in betaling van een schadevergoeding van de benadeelde obligatiehouders.⁵⁹

Het valt op dat de wettekst niets zegt over hoe verwatering gemeten wordt of wat precies beschermd wordt, waardoor verschillende vragen rijzen. Welke variabelen worden in aanmerking genomen voor de bepaling van de verwatering van het conversierecht? Wordt de houder tegen informatiebarrières (initiële investeringswaarde) en/of tegen agency-problemen (actuele aandeelwaarde) beschermd?

Wel kan uit de bewoordingen van artikel 490 W. Venn. worden afgeleid dat de wetgever enkel de bescherming van de actuele marktwaarde voor ogen heeft en dus niet van initiële investeringswaarde. Zo stelt de wettekst dat de emittent "...door geen enkele verrichting de voordelen [mag] verminderen...". Zoals te zien verbiedt de wetgever *verrichtingen* die het conversierecht verwateren. Aangezien de verwatering van initiële investeringswaarde voortvloeit uit informatiebarrières en dus losstaat van enige verrichting, valt het buiten het toepassingsgebied van de wettelijke bescherming van artikel 490 W. Venn.

Er blijft echter onduidelijkheid over de in aanmerking te nemen variabelen voor de vaststelling van het verwateringseffect van een bepaalde verrichting.

⁵⁶ J. THOLLEMBEEK, "De bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties en warrants", *Jura Falc.* 1994-95, (333) 344.

⁵⁷ Memorie van toelichting van het wetsontwerp 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, *Parl.St.*, Senaat 1960-61, nr. 18, 7.

⁵⁸ Verslag over het wetsontwerp 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, *Parl.St.*, Senaat 1961-62, nr. 247, 5; J. THOLLEMBEEK, "De bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties en warrants", *Jura Falc.* 1994-95, (333) 345.

⁵⁹ G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., I.22-62.

3.2.2 Uitzonderingen

Op het, in artikel 490 W. Venn., geformuleerde verbod bestaan drie uitzonderingen. Namelijk, wanneer de emissievoorwaarden uitdrukkelijk erin voorzien (1.), in het geval van kapitaalverhoging in geld (2.) en de vroegtijdige terugbetaling van de obligaties (3.). De eerste twee zijn uitdrukkelijk in de wet opgenomen (artikel 490 W. Venn.). De derde echter vormt een impliciete uitzondering op het algemeen verbod.

Vertaald in verbintenissenrechtelijke termen, betekenen de uitzonderingen een wettelijke geoorloofdheid voor de emittent om de overeenkomst met de houder éénzijdig te wijzigen.

Door de invoering van de uitzonderingen wilde de wetgever vermijden dat het algemeen verbod (artikel 490 W. Venn.) de vennootschappelijke bedrijvigheid stil zou leggen.⁶⁰ Hierbij kan gedacht worden aan het scenario waarbij de emittent bijkomende financiële middelen nodig heeft, maar wegens het bestaan van converteerbare obligaties geen kapitaalverhoging mag doorvoeren. Of nog, het zou voor een potentiële aandeelhouder oninteressant kunnen zijn in een vennootschap te participeren waar geen dividenden mogen worden uitgekeerd.

1. Voorzien in emissievoorwaarden

In afwijking op het verbod, mag de uitgevende vennootschap verwaterende verrichtingen uitvoeren mits de opname ervan in de uitgiftevoorwaarden van desbetreffende converteerbare obligaties.⁶¹ Het loutere opnemen van deze verrichtingen is echter niet voldoende, maar moeten de precieze modaliteiten van de geplande verrichtingen en hun gevolgen voor de houders ervan worden beschreven.⁶²

De wet zegt echter niets over de vergoeding van de schade die de houder van een converteerbare obligatie, naar aanleiding van een dergelijke handeling, zal lijden. Het komt aan de partijen (de emittent en de houder) toe om in de uitgiftevoorwaarden van converteerbare obligaties de mogelijkheid tot aanpassing van de conversievoet op te nemen. De modaliteiten van een dergelijke aanpassing worden in een "anti-verwateringsclausule" opgenomen.⁶³

⁶⁰ Memorie van toelichting van het wetsontwerp 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, *Parl.St.*, Senaat 1960-61, nr. 18, 7.

⁶¹ Artikel 490, laatste zinsnede, W. Venn.

⁶² G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., I.22-62.

⁶³ Memorie van toelichting van het wetsontwerp 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, *Parl.St.*, Senaat 1960-61, nr. 18, 7; G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., I.22-62.

a. Kapitaalverhoging in geld

De tweede uitzondering betreft de kapitaalverhoging in geld, die toelaat dat de emittent overgaat deze verrichting, zonder een verplichte opname ervan in de uitgiftevoorwaarden van converteerbare obligaties.

Maar om aan de houders van converteerbare obligaties enige bescherming te bieden tegen mogelijke verwatering, wordt in artikel 490 W. Venn. bepaald dat “in geval van verhoging van het maatschappelijk kapitaal door inbreng in geld kunnen de houders van converteerbare obligaties de conversie van hun effecten verkrijgen, 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.”

Aldus, wanneer de emittent haar kapitaal in geld verhoogt vóór het verstrijken van de conversieperiode, kan de houder van converteerbare obligaties onmiddellijk de conversie vorderen, niettegenstaande ieder strijdig bepaling in de statuten of de uitgiftevoorwaarden⁶⁴. Het recht op conversie bestaat voor

⁶⁴ Het begrip “uitgiftevoorwaarden” kan zowel betrekking hebben op de uitgiftevoorwaarden van converteerbare obligaties alsook op deze van de kapitaalverhoging in geld. Maar wegens de dwingende aard van artikel 491 W. Venn. geldt het verbod ook voor de uitgiftevoorwaarden van de kapitaalverhoging zelf. Zie daarvoor H. SEELDRAYERS, “De wettelijke converteerbaarheid van converteerbare obligaties en de wettelijke uitoefenbaarheid van warrants bij kapitaalverhoging met beperking (i.p.v. opheffing) van voorkeurrecht of met recht van voorrang”, *TRV* 2005, (297) 299.

over de oude aandeelhouders dit recht bezitten.⁶⁵ De mogelijkheid tot conversie geldt ook wanneer de conversieperiode nog niet is aangebroken.⁶⁶ Na de conversie kan de obligatiehouder eventueel, in de hoedanigheid van een nieuwe aandeelhouder, deelnemen aan de kapitaalverhoging, ook hier, voor zover het voorkeurrecht van de oude aandeelhouders niet opgeheven werd.

Het recht tot conversie in geval van kapitaalverhoging in geld, zoals toegekend door artikel 491 W. Venn., biedt echter geen absolute bescherming aan de houder van converteerbare obligaties. Hierbij dient een onderscheid te worden gemaakt tussen de kapitaalverhoging met of zonder opheffing van het voorkeurrecht.

Bij een kapitaalverhoging met opheffing van het voorkeurrecht zullen de rechten van obligatiehouder steeds een procentuele verwatering lijden, behalve bij uitgifte van aandelen zonder stemrecht.⁶⁷ Economische verwatering echter, zal enkel optreden wanneer de prijs van nieuwe aandelen beneden de marktwaarde ligt.

Ook in het geval van onbeperkt voorkeurrecht zal de houder nadelen kunnen ondervinden.⁶⁸ De keuze tegen een conversie zal logischerwijze tot hetzelfde resultaat als hierboven leiden. Beslist hij te converteren, dan zullen de rechten van de houder niet verwateren, behalve wanneer de uitgifte beneden de marktwaarde plaatsvindt.

⁶⁵ Verslag over het wetsontwerp 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, *Parl.St.*, Senaat 1961-62, nr. 247, 5; J.M. VAN HILLE, *Aandelen en Obligaties in het Belgisch recht*, Brussel, Bruylant, 1977, 296; Cf. D. VAN GERVEN en M. DOCHY, "la surprotection des titulaires de warrants : l'application de l'article 101sexies des Lois Coordonnées sur les Sociétés Commerciales suite à une augmentation de capital par apport en espèces », *Rev.banque* 2000, (467) 468, vn. 8. *Contra* G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., I.22-63; G. POPPE, "Commentaar bij art. 489 W. Venn. (oude art. 101bis Venn. W.)", in X., *Vennootschappen en verenigingen: Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Antwerpen, Kluwer, losbl., 266; H. SEELDRAYERS, "De wettelijke converteerbaarheid van converteerbare obligaties en de wettelijke uitoefenbaarheid van warrants bij kapitaalverhoging met beperking (i.p.v. opheffing van voorkeurrecht of met recht van voorrang", *TRV* 2005, (297) 303; P. ERNST en D. HERBOSCH, "De uitgifte van warrants of de wonderde wereld van de warrant: financieringsmiddel, beschermingsconstructie, instrument voor "stock-option"-plannen en personeelsparticipatie", in B. TILLEMANS en B. Du LAING (ed.), *Ondernemingen en effecten*, Brugge, Die Keure, 2001, 121.

⁶⁶ H. SEELDRAYERS, "De wettelijke converteerbaarheid van converteerbare obligaties en de wettelijke uitoefenbaarheid van warrants bij kapitaalverhoging met beperking (i.p.v. opheffing) van voorkeurrecht of met recht van voorrang", *TRV* 2005, (297) 298.

⁶⁷ Dit moet echter worden genuanceerd in die zin dat de houders van deze aandelen in de gevallen bepaald in artikel 481 W. Venn. wel mee mogen stemmen in de algemene vergadering der aandeelhouders.

⁶⁸ Cf. J. THOLLEMBEEK, "De bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties en warrants", *Jura Falc.* 1994-95, (333) 347.

Voorbeeld:

Het kapitaal van vennootschap Q = 100.000€, bestaande 1.000 aandelen.

Er is ook een reserve van 100.000€.

A heeft 1.000 converteerbare obligaties van vennootschap Q, converteerbaar in 1.000 kapitaal aandelen, elk 150€ waard. De waarde van het vermogen van A bedraagt dus 150.000€ (300.000 / 2000 x 1.000) met een mogelijke participatie van 50%.⁶⁹

De gaat over tot een kapitaalverhoging in geld van 100.000€, zonder beperking van het voorkeurrecht waarbij 1.000 bijkomende aandelen worden uitgegeven. De uitgifteprijs bedraagt 140€ per aandeel. Hierdoor bedraagt het eigen vermogen van vennootschap Q 440.000€.

A beslist tot de conversie van zijn obligaties én de uitoefening van het voorkeurrecht. Het resultaat is het volgende:

Er is geen procentuele verwatering

A beschikt nog altijd over 50% (1.500 van 3.000) van aandelen in de emittent.

Er is wel economische verwatering:

De waarde van A's aandelen bedraagt nu 146,7€ (440.000€ / 3.000) i.p.v. 150€.

Door het uitoefenen van het voorkeurrecht verkrijgt de obligatiehouder aandelen van de vennootschap tegen een lager lage prijs. Dit prijsvoordeel compenseert voor een stuk het verwateringseffect van de kapitaalverhoging. Omgekeerd, bij het niet-uitoefenen van het voorkeurrecht (bv. wegens financiële onmogelijkheid), zullen de rechten van de houder een grotere waardedaling ondergaan.

Samengevat, de bepaling zal enkel beschermen wanneer de kapitaalverhoging plaatsvindt zonder beperking van het voorkeurrecht én tegen de prijs die gelijk of hoger ligt dan de marktwaarde van aandelen. Dus ook hier is het wenselijk te voorzien in betere contractuele bescherming.

3.3 VERVROEGDE TERUGBETALING

Artikel 492 W. Venn bepaalt dat “indien de vennootschap besluit de lening, zelfs gedeeltelijk, vervroegd terug te betalen, kunnen de houders van converteerbare obligaties hun conversierecht uitoefenen gedurende ten minste één maand vóór de datum van de terugbetaling.” Aldus hebben de houders in het geval van beslissing tot vroegtijdige terugbetaling twee mogelijkheden: ofwel de terugbetaling te aanvaarden en wanneer het een gedeeltelijke terugbetaling betreft, de volledige terugbetaling vorderen; ofwel overgaan tot

⁶⁹ In het belang van overzicht en duidelijkheid wordt in dit voorbeeld de boekwaarde in aanmerking genomen i.p.v. de marktwaarde.

conversie.⁷⁰ De wetgever beoogt hiermee te vermijden dat door een vervroegde aflossing de conversie onmogelijk wordt gemaakt.⁷¹

Op het eerste zicht lijkt deze bepaling aan de houder van converteerbare obligaties een bijkomende bescherming te willen bieden.⁷² Maar *der Schein trügt*. In werkelijkheid is artikel 492 W. Venn. een derde uitzondering op het algemeen verbod van artikel 490 W. Venn. De beslissing van de emittent om converteerbare obligaties vroegtijdig terug te betalen kan het conversierecht immers verwateren, zodat de wettelijke mogelijkheid tot voortijdige terugbetaling een uitzondering op het algemeen verbod vormt.

Hierbij kan gedacht worden aan de situatie waarbij op het moment van de beslissing door de emittent tot terugbetaling, de waarde van onderliggende aandelen minder bedraagt dan die van de initiële investering. De conversie in aandelen zou dus een verlies van waarde betekenen.⁷³ Kiest de houder voor de terugbetaling van de obligatie, dan zal het conversierecht, louter rekenkundig, tot nul verwateren. Louter rekenkundig, omdat de terugbetaling juridisch gezien de opheffing van dit recht tot gevolg heeft. Men mag daarbij niet vergeten dat de houder een afzonderlijke prijs voor het conversierecht betaald heeft. De prijs bestaat uit de conversiepremie enerzijds en uit een lagere interestvoet voor de obligaties anderzijds.

Om te voorkomen dat de houder tegenover een dergelijk dilemma wordt geplaatst, moet voorzien worden in bijkomende contractuele beschermingsmechanismen, in de vorm van anti-verwateringsclausule.

⁷⁰ G. POPPE, "Obligaties" in B. BEHEYDT (ed.), *De NV in de praktijk*, Antwerpen, Kluwer, losbl., I.22-65.

⁷¹ Memorie van toelichting van het wetsontwerp 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, *Parl.St.*, Senaat 1960-61, nr. 18, 8.

⁷² Zie J. THOLLEMBEEK, "De bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties en warrants", *Jura Falc.* 1994-95, (333) 349.

⁷³ Zie J. THOLLEMBEEK, "De bescherming van de rechten van de houders van converteerbare obligaties en warrants", *Jura Falc.* 1994-95, (333) 350.

4. Besluit

De uitgevende vennootschap kan tal van verrichtingen stellen die verregaande negatieve gevolgen kunnen hebben op het conversierecht van de obligatiehouders. De Belgische wetgever heeft dit gevaar erkend en voorziet dus in wettelijke beschermingsmaatregelen. Behoudens bepaalde uitzonderingen, legt de wet aan de emitterende vennootschap het verbod op verrichtingen uit te voeren die kunnen resulteren in de verwatering van het conversierecht.

Deze wettelijke beschermingsmechanismen bieden echter geen adequate bescherming, gezien de onvolledigheid, de verregaande uitzonderingen en de praktische bedenkingen ervan. Om die reden is een contractuele bescherming van converteerbare obligaties tegen verwatering sterkst geboden.