
FSMA_2023_02 dd. 1/02/2023

Risico's verbonden aan uitgiften van converteerbare obligaties en soortgelijke equity lines bij genoteerde vennootschappen in financieringsnood

Samenvatting/Doelstelling:

De FSMA heeft vastgesteld dat genoteerde vennootschappen in financiële moeilijkheden steeds vaker in aandelen converteerbare financiële instrumenten uitgeven om aan hun financieringsnoden te voldoen. De begunstigden van die instrumenten zijn meestal partijen die niet de intentie hebben om aandeelhouder te worden van de vennootschap.

De FSMA wenst de aandacht van de beleggers te vestigen op de risico's die verbonden zijn aan dit soort financiering. Zij wil bovendien de genoteerde vennootschappen herinneren aan hun verantwoordelijkheden als zij dergelijke instrumenten uitgeven en tenslotte de begunstigden van die instrumenten wijzen op de toepasselijke marktregels.

1. Wat zijn de kenmerken van dit soort financiering?

Ze neemt vaak de vorm aan van converteerbare obligaties uitgegeven door de vennootschap aan één of enkele financiers, al dan niet in combinatie met de uitgifte van inschrijvingsrechten of warrants.

Een converteerbare obligatie is een financieel instrument met dezelfde kenmerken als een gewone obligatie¹ waarbij de houder bovendien het recht heeft om, gedurende een bepaalde periode en tegen bepaalde voorwaarden, de obligatie om te zetten in aandelen van de emittent in plaats van het kapitaal in contanten terug te krijgen. Het bedrag van de obligatielening kan dan worden omgezet in aandelen tegen een conversieprijs die op voorhand tussen de financier en de emittent wordt vastgelegd.

Converteerbare obligaties worden gewoonlijk uitgegeven tegen een conversiepremie ten opzichte van de beurskoers bij uitgifte ervan. Een vennootschap waarvan de beurskoers € 22 bedraagt, zal bijvoorbeeld een converteerbare obligatie uitgeven met een conversieprijs van € 25 per aandeel. Als zij een obligatie uitgeeft met een nominale waarde van € 100.000 kan de begunstigde die obligatie omruilen tegen 4.000 aandelen van die vennootschap.

Er wordt echter een ander gebruik van dergelijke instrumenten vastgesteld bij emittenten in financieringsnood die geen toegang meer hebben tot andere vormen van financiering (bijvoorbeeld

¹ Obligaties zijn financiële instrumenten die een lening vertegenwoordigen tussen de uitgevende vennootschap en de obligatiehouders. Obligaties worden gewoonlijk uitgegeven voor een vaste termijn, aan het einde waarvan het geleende bedrag door de vennootschap dient te worden terugbetaald aan de obligatiehouders. De obligatiehouders krijgen in de tussentijd een rente.

bankfinanciering of uitgifte van aandelen of van gewone obligaties). Het betreft dan de uitgifte van converteerbare obligaties met een conversieprijs die bijvoorbeeld 10% lager is dan de beurskoers op het moment van conversie.

Toegepast op het hierboven beschreven voorbeeld kunnen zich bijvoorbeeld, op het moment dat conversie contractueel mogelijk is, volgende scenario's voordoen:

	Scenario 1: De koers stijgt met 25%	Scenario 2: De koers blijft hetzelfde	Scenario 3: De koers daalt met 25%
Beurskoers op moment conversie	€ 27,78	€ 22,22	€ 16,67
Conversieprijs (beurskoers met 10% korting)	€ 25	€ 20	€ 15
Aantal uit te geven aandelen	4.000	5.000	6.665
Winst financier indien beurskoers niet wijzigt ²	≅ € 11.000 (11% van de nominale waarde van de obligatie)		

Hoe lager de beurskoers op het ogenblik van conversie, hoe groter de verwatering voor de bestaande aandeelhouders.

Dit mechanisme, waarbij nieuwe aandelen worden uitgegeven tegen een prijs onder de beurskoers, is eenvoudiger geworden sinds de inwerkingtreding van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen ('WVV') in 2020. Onder het oude Wetboek van vennootschappen moest bij uitgiften van aandelen waarbij het voorkeurrecht wordt beperkt of opgeheven een door de wet bepaalde minimum uitgifteprijs worden gerespecteerd als de uitgifte gebeurde ten gunste van op voorhand gekende personen. Onder het oude wetboek kon dit mechanisme dus enkel worden toegepast als de begunstigden niet op voorhand gekend waren. De FSMA heeft vastgesteld dat, waar dit mechanisme in de jaren voor 2020 enkel voorkwam bij verrichtingen gestructureerd als versnelde private plaatsingen (ook wel *accelerated book buildings* of ABBs), dat niet meer het geval is sinds 2020: het mechanisme werd sindsdien enkel nog gebruikt bij uitgiften ten gunste van op voorhand gekende personen. De FSMA heeft bovendien vastgesteld dat er sinds 2020 frequenter gebruik wordt gemaakt van dergelijke instrumenten.

Naast het geven van een korting op de beurskoers bij conversie dienen de emittenten die zulke financiële instrumenten uitgeven meestal ook hoge vergoedingen te betalen aan de financiers voor de terbeschikkingstelling van de financiering (zogenaamde *commitment fees*).

² Dit zou de winst zijn van de financier indien hij onmiddellijk alle aandelen zou kunnen verkopen aan dezelfde beurskoers als op het moment van conversie. In de realiteit zal het normaliter enkele dagen duren voordat de aandelen noteren en de financier deze kan verkopen op de beurs, waarop de beurskoers kan zijn gestegen of gedaald.

Bepaalde financiers, vaak investeringsfondsen, richten zich specifiek op dit soort financiële instrumenten om de aandelen verworven ingevolge conversie meteen te verkopen en op die manier de toegekende korting ten opzichte van de beurskoers als winst op te strijken.

2. Welke risico's zijn er verbonden aan dit soort financiering?

Voor de bestaande aandeelhouders zijn de belangrijkste risico's van dit type financiering de volgende:

- **Verwatering**

De conversie in aandelen zal vaak leiden tot een significante verwatering van het belang van de bestaande aandeelhouders. Zo is recent bij een Belgische genoteerde vennootschap het aantal aandelen vernegenvoudigd, wat overeenkomt met een verwatering voor de bestaande aandeelhouders van ongeveer 90%. Ter illustratie, aandeelhouders die 10% van de aandelen van deze vennootschap in handen hadden, beschikten - na de verwatering - nog maar over 1% van de aandelen.

Daarnaast is er ook sprake van een mogelijk significante financiële verwatering, aangezien de aandelen worden uitgegeven onder de beurskoers.

- **Koersdruk**

De uitgifte van nieuwe aandelen tegen een prijs beneden de beurskoers, gevolgd door een onmiddellijke verkoop van deze aandelen op de beurs, zal leiden tot significante negatieve druk op de koers van de genoteerde vennootschap. In dit verband kan worden verwezen naar de studie van de Franse AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) van oktober 2022. Voor 57 van de 69 emittenten die onderdeel uitmaakten van die studie werd een gemiddelde koersdaling van 72% vastgesteld, en bij 20 onder hen een koersdaling van meer dan 90%³.

3. Hoe zit het bij de Belgische genoteerde vennootschappen?

De FSMA heeft dit soort financieringstransacties geïdentificeerd bij 9 vennootschappen onder haar toezicht.

De belangrijkste vaststellingen van de FSMA zijn:

- Het merendeel van de emittenten die gebruik maken van dit soort financiering zijn biotech of medtech bedrijven in financiële moeilijkheden.
- De partijen die dit soort financiering verstrekken zijn voornamelijk buitenlandse investeringsfondsen die zich specialiseren in dit type transacties.
- Vaak geven de emittenten dit soort instrumenten uit door gebruik te maken van het toegestaan kapitaal, een voorafgaande machtiging van de algemene vergadering aan de raad van bestuur om het kapitaal te verhogen.
- De financiering wordt verstrekt met een component die in aandelen kan worden omgezet, meestal via de uitgifte van converteerbare obligaties. Vaak kunnen deze obligaties al onmiddellijk na de uitgifte worden geconverteerd in aandelen, op vraag van de financier.

³ Voor meer informatie hieromtrent: [Octobre 2022 – étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou equity lines](#)

- De conversievoorwaarden voorzien dat, in geval van conversie, aandelen worden uitgegeven aan de begunstigden met een korting op de beurskoers⁴ op het moment van conversie. De kortingen bedragen gewoonlijk 5 à 8%, maar ook hogere kortingen van rond 20% werden vastgesteld.
- Het doel van de transactie is meestal het verstrekken van financiering. De financiers, die kunnen opteren voor een conversie in aandelen, bouwen dus zelden een deelneming op in de genoteerde vennootschap waarin ze investeren. Slechts in enkele gevallen werd er een transparantiedrempel overschreden en meestal werd de deelneming snel (lees: enkele dagen later) terug afgebouwd.
- De grootteorde van de voorziene financiering is vaak significant ten opzichte van de marktkapitalisatie van de emittent. De voorziene financiering bedraagt gemiddeld 30% ten opzichte van de beurskapitalisatie bij het aangaan van de financiering. In enkele gevallen bedraagt de voorziene financiering zelfs evenveel als de beurskapitalisatie van de emittent op het moment van het sluiten van de overeenkomst met de financier.
- Meestal kunnen de emittenten niet in éénmaal beroep doen op het volledige afgesproken financieringsbedrag. Vaak voorziet de overeenkomst tussen de emittent en de financier wachtperiodes die moeten worden gerespecteerd. De emittent krijgt dan bijvoorbeeld de mogelijkheid om een uitgifte te doen van een bepaald aantal converteerbare obligaties één keer per maand gedurende één jaar. In die gevallen is het financieringsbedrag opgenomen in de overeenkomst eigenlijk een maximumbedrag dat niet noodzakelijk volledig kan worden opgevraagd.

4. Waar moeten beleggers op letten bij dit soort financiering?

De FSMA beveelt beleggers aan kennis te nemen van de informatie die ter beschikking wordt gesteld door de emittent. Deze informatie is beschikbaar op de website van de emittent, in het verslag van de raad van bestuur over de uitgifte, in eventuele bijhorende persberichten en eventueel ook in een noteringsprospectus.

Waar kan je op letten?

- Wat voor **type financier** verstrekt de financiering? Plant hij om aandeelhouder te worden van de emittent (is hij bijvoorbeeld een sectorgenoot)? Als de financier van plan is de aandelen bij conversie direct te verkopen op de beurs, is het risico op koersdruk groter.
- In welke mate kan het belang van de bestaande aandeelhouders **verwateren**? Hoe lager de beurskoers op het ogenblik van conversie, hoe groter de verwatering zal zijn. De beurskoers die de emittent gebruikt in zijn scenario's om de mogelijke verwatering in te schatten, kunnen hier inzicht in verschaffen. Volgens de voornoemde studie van de Franse AMF is een daling van de beurskoers met 70% niet ongebruikelijk.
- Wat is de **conversieprijs** waaraan de begunstigde de obligaties kan converteren in aandelen? Hoe hoger de korting ten opzichte van de beurskoers, hoe hoger de waarschijnlijke negatieve impact op de beurskoers.

⁴ Het betreft vaak een korting op de laagste 1-dag *Volume Weighted Average Price (VWAP)* over een periode van een tiental dagen voor de conversie.

- Wat is de **omvang van de financiering** ten opzichte van de marktkapitalisatie van de emittent? Bij een meer omvangrijke financiering kan er een sterkere negatieve impact op de beurskoers worden verwacht, ervan uitgaand dat de vennootschap van de volledige financiering gebruik kan maken.
- Zijn er **convenanten** opgenomen in de overeenkomst tussen de financier en de emittent? Soms wordt er bijvoorbeeld een voorwaarde opgenomen omtrent het minimale volume van aandelen van de emittent dat moet worden verhandeld op de beurs. Een andere voorwaarde die soms wordt opgenomen is dat de koers niet geschorst mag zijn. Indien hier niet aan wordt voldaan, dan loopt de emittent het risico geen beroep meer te kunnen doen op de resterende financiering.
- **Wanneer** kan de emittent het financieringsbedrag **opvragen**? Kan hij het volledige financieringsbedrag in één keer opvragen (éénmalige uitgifte van converteerbare obligaties voor het volledige financieringsbedrag)? Of moet hij het in schijven, gespreid over een bepaalde periode, opvragen (verschillende uitgiftes van een beperkt aantal converteerbare obligaties, telkens met een wachtperiode tussen, tijdens een vooraf vastgestelde periode)?
- In het laatste geval is het financieringsbedrag opgenomen in de overeenkomst tussen emittent en financier dus eigenlijk een maximumbedrag. In de praktijk kan het zijn dat de emittent geen beroep *kan* of *wil* doen op het volledige financieringsbedrag, bijvoorbeeld omdat niet voldaan is aan alle convenanten in de overeenkomst tussen emittent en financier. Er bestaat een risico dat de emittent niet het volledige financieringsbedrag zal kunnen gebruiken.
- In het laatste geval zal de financier op verschillende momenten converteerbare obligaties verwerven. Indien hij daarop deze obligaties converteert in aandelen en deze aandelen verkoopt op de beurs, dan zal er een neerwaartse koersdruk plaatsvinden. Deze koersdruk zal wellicht over de gehele financieringsperiode aanhouden.

Vennootschappen kunnen dit soort instrumenten uitgeven door gebruik te maken van het **toegestaan kapitaal**, een voorafgaande machtiging van de algemene vergadering aan de raad van bestuur om het kapitaal te verhogen. Aandeelhouders doen er goed aan om kritisch te zijn wanneer dergelijke machtigingen op de agenda van de algemene vergadering worden gezet.

5. Waar moeten genoteerde vennootschappen op letten?

Verantwoordelijkheid

De FSMA vraagt de genoteerde vennootschappen en hun bestuurders om goed na te denken alvorens tot de uitgifte van dergelijke instrumenten over te gaan en zich bewust te zijn van de verantwoordelijkheid die zij daarbij nemen.

Voorwetenschap

De FSMA wijst hen ook op de verplichting om de markt tijdig, volledig en correct te informeren, met bijzondere aandacht voor de zo snel mogelijke openbaarmaking van voorwetenschap indien die ontstaat.

Informatie

Zij herinnert hen eraan dat bij uitgifte van converteerbare obligaties ten gunste van bepaalde personen, al dan niet onder het toegestaan kapitaal, een verslag dient te worden opgesteld door de

raad van bestuur. Dit verslag verantwoordt de verrichting en de uitgifteprijs, gelet in het bijzonder op de financiële toestand van de vennootschap, de identiteit van de begunstigden, de aard en de omvang van hun inbreng.

Het verslag dient volgens de FSMA zeker ook de volgende elementen te bevatten:

- een duidelijke omschrijving van de voorwaarden van de overeenkomst;
- de illustratie van de totale mogelijke verwatering voor de aandeelhouders aan de hand van scenario's;
- een toelichting bij de doelstelling die de betrokken financier nastreeft.

Naleving transparantiewetgeving

Als een financier binnen een kort tijdsbestek verschillende conversies doet, zal dat binnen dat tijdsbestek tot evenveel wijzigingen van het totaal aantal stemrechten van de vennootschap leiden. Omdat dat aantal, de zgn. noemer, nodig is om correcte transparantiekennisgevingen mogelijk te maken, dringt de FSMA er bij de vennootschappen die zich in die situatie bevinden op aan om regelmatig, d.w.z. na elke aandelenuitgifte, een noemerwijziging te publiceren en dus niet te wachten tot het einde van de maand. Als zulks niet mogelijk is, vraagt de FSMA dat haar minstens na elke uitgifte de nieuwe noemer zou worden meegedeeld, zodat zij het kennisgevingsformulier TR-1 BE kan actualiseren.

Mogelijke prospectusplicht

Emittenten dienen ook rekening te houden met de prospectusplicht, onder andere wanneer er geen gebruik meer kan worden gemaakt van de drempel van 20% zoals voorzien in artikel 1(5)a van de Verordening (EU) 2017/1129. Indien deze drempel wordt overschreden zal de emittent een noteringsprospectus moeten opstellen en laten goedkeuren rekening houdend met alle informatievereisten die daarvoor van toepassing zijn.

6. Waar moeten de verstrekkers van financiering op letten?

Marktmanipulatie

De verstrekkers van financiering onder de vorm van converteerbare obligaties of onder andere vormen met gelijkaardige kenmerken moeten zich ervan vergewissen dat er – als zij de verworven aandelen verkopen - geen activiteiten of gedragingen plaatsvinden die kunnen worden gekwalificeerd als marktmanipulatie.

Op het moment van conversie verwerven de begunstigden doorgaans een grote hoeveelheid aandelen. Als ze die aandelen vervolgens snel willen verkopen op de beurs zal dit voor een neerwaartse druk op de koers zorgen. Op dat ogenblik ontstaat een risico op marktmanipulatie, in het bijzonder als de verstrekker van financiering er financieel belang bij heeft om de prijs of het verhandeld volume in het aandeel te beïnvloeden (bijvoorbeeld op basis van de voorwaarden van het contract).

Om te bepalen of er sprake is van marktmanipulatie is een relevante indicator met name de mate waarin de verrichte verkopen een aanzienlijk deel uitmaken van de dagelijkse omzet in het aandeel. Ook de mate waarin de verkopen tot aanzienlijke wijzigingen leiden van de koers wordt hierbij in aanmerking genomen.

Voorwetenschap

Bovendien wordt in herinnering gebracht dat het eenieder verboden is om te handelen met voorwetenschap. Er zou met name voorwetenschap kunnen ontstaan op het moment dat de betrokken partijen in onderhandeling zijn over het contract dat zij wensen te sluiten omtrent een financiering.

Meldingsplicht: net short posities en belangrijke deelnemingen

Tot slot herinnert de FSMA de betrokkenen aan de verplichting om zowel eventuele net short posities als belangrijke deelnemingen te melden. Deze informatie zorgt er immers voor dat andere beleggers een volledig beeld krijgen van de positie die de financier al dan niet opbouwt in aandelen van de genoteerde vennootschap, zodat die andere beleggers niet worden misleid.