

Handelshögskolan i Stockholm  
Examensuppsats inom Redovisning och Finansiering  
Våren 2010

# KONVERTIBLA LÅN PÅ DEN SVENSKA MARKNADEN

EN STUDIE AV SEX KONVERTIBELEMISSIONER

Författare: Pia Moan Hasselknippe 20428  
Karolina Brenning 20566

Handledare: Niclas Hellman

Framläggning: 31 maj 2010, 09.00-12.00

---

**Abstract:** Issuing convertible bonds for financing purposes has never become widespread practice amongst Swedish companies, in spite of the instrument being common in international markets. Economic theory based on efficient markets suggests that companies should gain no financial benefits from using convertibles and the Swedish situation could be interpreted as in line with this reasoning. However, there are Swedish companies that have chosen to issue convertibles and the Swedish market therefore seems both supportive and contradictory to the existence of benefits of convertible bond financing. Little research concerning the Swedish market has been conducted and the purpose of this explorative thesis is thus to enhance the understanding of the Swedish market for convertibles. This is achieved by conducting in-depth interviews with six listed Swedish companies that have recently issued convertible bonds. Their reasons for using this instrument have been interpreted in light of existing theory on corporate use of convertible bonds. The results of the study show that the participating companies are partly in line with theory with respect to industry and company characteristics, as well as to their reasons for selecting convertible bond financing. Two additional factors have been identified that strongly influence the choice and design of the instrument: limited access to other financing sources and the Swedish tradition of pre-emptive rights issues. Convertible bonds provide the participating firms with a means of securing financing and of reducing shareholder dilution, and the security is designed thereafter.

---

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>2</b>
1.1 Bakgrund .....	2
1.2 Syfte och frågeställning .....	4
1.3 Tidigare forskning om den svenska konvertibelmarknaden .....	4
1.4 Avgränsningar .....	4
1.5 Disposition.....	5
<b>2. TEORETISKT RAMVERK</b> .....	<b>6</b>
2.1 Det konvertibla lånets egenskaper .....	6
2.2 Tidigare empiriska studier .....	7
2.2 Teoretiska förklaringar till företags användning av konvertibla lån .....	8
<b>3. METOD</b> .....	<b>13</b>
3.1 Val av metod.....	13
3.2 Val av studieobjekt .....	14
3.3 Datainsamling .....	16
<b>4. EMPIRISKA RESULTAT OCH DELANALYS</b> .....	<b>19</b>
4.1 Systematisk Kapitalförvaltning AB .....	19
4.2 ITAB Shop Concept AB .....	22
4.3 PA Resources AB .....	25
4.4 Capilon AB .....	28
4.5 Industrivärden AB .....	32
4.6 Lappland Goldminers AB.....	36
<b>5. ANALYS</b> .....	<b>40</b>
<b>6. SAMMANFATTNING</b> .....	<b>44</b>
<b>7. STUDIENS KVALITET</b> .....	<b>45</b>
<b>8. FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING</b> .....	<b>46</b>
<b>REFERENSLISTA</b> .....	<b>47</b>
<b>APPENDIX 1</b> .....	<b>50</b>

# 1. INLEDNING

---

*Detta avsnitt har som syfte att ge en kortfattad bakgrund till ämnesvalet samt ge en beskrivning av uppsatsen problemområde, syfte och frågeställningar. Även tidigare forskning på området presenteras och avsnittet avslutas med en beskrivning av uppsatsens disposition.*

## 1.1 Bakgrund

Ett konvertibelt lån är ett hybridinstrument företag kan använda sig av för att erhålla extern finansiering och är en blandform mellan skuld och eget kapital. Konvertibeln består av en kombination av ett obligationslån (ett räntebärande skuldebrev) och en köption på det konvertibelemitterande företags aktier (en rättighet för innehavaren att vid en bestämd tidpunkt erhålla aktier i ett företag till ett på förhand bestämt pris). Under det konvertibla lånets löptid erhåller investeraren således ränta på sina utlånade pengar och har samtidigt en möjlighet att vid löptidens slut (eller tidigare, beroende på konvertibelns villkor) avstå från återbetalning och istället konvertera det utlånade beloppet till aktier i det emitterande företaget till en bestämd konverteringskurs.

I Sverige har marknaden för konvertibla lån aldrig varit stor, framförallt inte för konvertibler emitterade i rent finansieringssyfte. Kring slutet på 1980-talet förekom en hel del konvertibla lån riktade till anställda på de emitterande företagen i motivationssyfte, men som en följd av bland annat ändringar i skattelagstiftningen har dessa minskat i omfattning (Sörensson, 1993). Idag ser man att det inte finns många utestående konvertibla lån – enligt Öhmans börsguide från 2009 fanns endast fem stycken noterade konvertibler. På senare tid har dock konvertibla lån utställda i rent finansieringssyfte kommit att uppmärksammas alltmer i svensk media och den gängse uppfattningen tycks vara att konvertibla lån som finansieringsform har pånyttfötts och kommer att öka framöver:

*Konvertibler allt hetare på börsen: nygamal finansieringsform mot ny vår.*

– Hans Bolander, Dagens Industri, 2010-02-22.

*Nu blir det konvertibelfest.*

– Anna Eklund, Affärsvärlden, 2010-01-20.

Men varför skulle det bli konvertibelfest? Brennan och Schwartz (1984) menar att konvertibla lån, enligt ekonomiska teorier som bygger på antagandet om effektiva marknader, inte borde ge de emitterande företagen några finansiella fördelar. Författarna menar att företag typiskt sett jämför konvertibler antingen med aktieemissioner eller med vanliga lån, men inte med båda samtidigt, och att detta medför uppfattningen att konvertibler är en billig finansieringsform som ger lägre räntor än vanliga lån och tillåter företaget att ge ut nya aktier till högre pris än rådande aktiekurs. Brennan och Schwartz (1984) menar dock att detta resonemang inte beaktar den faktiska kostanden för det konvertibla lånet, som består av både en lånedel och en aktiedel och således måste jämföras mot båda alternativen samtidigt. Om det går dåligt för företaget är konvertibelns förvisso billigare än ett vanligt lån men den är dyrare än en aktieemission, eftersom företag då sitter med räntor på konvertibellånet som dessutom skall betalas tillbaka vid löptidens slut. Går det bra för företaget har konvertibelns förvisso medfört att aktier kunnat säljas till ett högre pris men ett vanligt lån hade varit att föredra eftersom de gamla aktieägarna måste dela vinsterna med konvertibelborgenärerna. Den faktiska kostnaden för en konvertibel utgörs således enligt Brennan och Schwartz (1984) av ett sammanvägt genomsnitt av den faktiska räntekostnaden och den alternativkostnad som uppstår till följd av konverteringsoptionen. Att ett konvertibelt lån skulle vara en billig finansieringsform förkastas således av Brennan och Schwartz (1984).

Ändå är konvertibla lån ett vanligt förekommande instrument på den internationella kapitalmarknaden och många har sökt finna en teoretisk förklaring till varför företag väljer att ställa ut konvertibla lån. Detta är ett fenomen som forskare fortfarande flera år efter att Brennan och Schwartz (1984) skrev sin artikel funderar över:

*Why do firms issue convertible debt? (...) there is little evidence provided that explains why firms issue these securities.*

– Lewis, Rogalski och Seward (1998), s. 33.

Av nyhetsartiklar och en genomgång av volymen konvertibler noterade på internationella börser framgår att den svenska konvertibelmarknaden i ett internationellt perspektiv är begränsad i omfattning och därför är ovanlig i empirisk bemärkelse. I teoretisk bemärkelse tycks däremot den svenska marknaden reflektera Brennan och Schwartz (1984) resonemang att finansiering via konvertibla lån inte medför billig finansiering och svenska företag således inte sett någon större

anledning att använda sig av detta instrument. Trots den generellt sett låga förekomsten av konvertibla lån i Sverige finns det ändå ett fåtal företag som valt att emittera konvertibler och bör således ha ansett att konvertibelns medfört en fördel framför andra finansieringsformer. Det är därför intressant att undersöka dessa företag, som ur ett svenskt perspektiv och med utgångspunkt i Brennan och Schwartz (1984) resonemang kan anses vara ovanliga.

## **1.2 Syfte och frågeställning**

I ljuset av att den svenska marknaden uppvisar stöd både för och emot förekomsten av konvertibla lån är denna uppsats i första hand explorativ då syftet är att öka förståelsen för den svenska konvertibelmarknaden. Detta syfte operationaliseras genom att undersöka anledningarna till varför svenska företag valt att ställa ut konvertibla lån och ställa dessa i förhållande till de förklaringar till konvertibelanvändning som lyfts fram i existerande teori. För att uppfylla syftet söker denna uppsats svara på följande frågeställning:

*Varför emitterar svenska företag konvertibla lån och hur förhåller sig deras anledningar till rådande teorier?*

## **1.3 Tidigare forskning om den svenska konvertibelmarknaden**

Tidigare forskning om den svenska konvertibelmarknaden har framförallt fokuserat på konvertibla lån som riktats till anställda. Motiven till utställandet av dessa konvertibler skiljer sig avsevärt från konvertibler emitterade i rent finansieringssyfte, då deras huvudsyfte är att motivera och skapa engagemang hos personalen. Studier på detta område har genomförts bland annat av Sköldebrand (1989) och Gelin och Sundström (1991). Även Sörensson (1993) fokuserar i första hand på konvertibler riktade till personalen, men han inkluderar även ett kortare avsnitt där han analyserar tre konvertibler emitterade under tidigt 1990-tal av svenska noterade företag i rent finansieringssyfte. Studier om den svenska konvertibelmarknaden är således begränsade i antal och omfång vilket gör detta område intressant att studera närmare.

## **1.4 Avgränsningar**

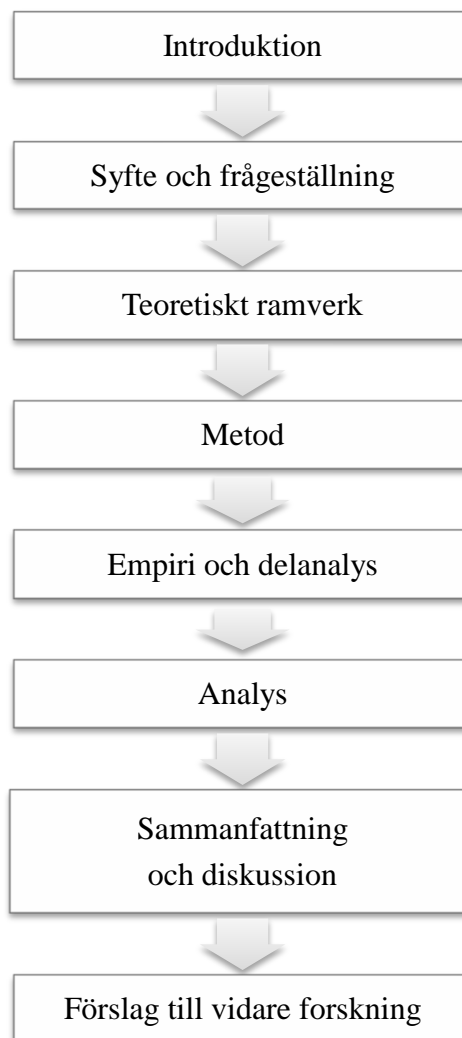
Denna uppsats studerar endast svenska företag som har valt att emittera konvertibla lån. Studien fångar således inte upp de företag som har valt bort konvertibla lån som finansieringsform. Studien omfattar vidare endast företag som vid tidpunkten för studien hade utestående konvertibla lån. Slutligen fokuserar studien endast på konvertibla lån emitterade i rent

finansieringssyfte och således inte på sådana konvertibla lån som ställts ut till personalen i de emitterande företagen.

## 1.5 Disposition

Uppsatsen har strukturerats enligt följande. Studiens problemområde och frågeställning är till stor del litteraturbaserat vilket präglar metodval och studiens utformning. Av denna anledning presenteras först det teoretiska ramverk som uppsatsen bygger på och därefter den metod som valts för att uppfylla uppsatsens syfte. Resultaten av den empiriska undersökningen presenteras för varje medverkande bolag för sig och empirin varvas med delanalyser av varje bolag. Anledningen till detta är både för att underlätta för läsaren och för att tillåta en mer övergripande slutanalys. Uppsatsen avslutas med en sammanfattning och diskussion av resultaten med hänsyn till validitet och reliabilitet. Även förslag till vidare forskning ges.

*Bild 1: Disposition*



## 2. TEORETISKT RAMVERK

---

*I detta avsnitt presenteras det teoretiska ramverket. Först ges en beskrivning av vad ett konvertibelt lån är, därefter följer en presentation av tidigare empiriska studier samt av de olika teoretiska perspektiv som söker förklara varför företag väljer att använda konvertibla lån.*

### 2.1 Det konvertibla lånets egenskaper

Ett konvertibelt lån är en kombination av ett räntebärande skuldebrev och en option på aktier i det emitterande företaget. Under lånets löptid eller tills konvertering sker betalar företaget ut ränta. Företaget är dessutom skyldigt, fram till förfall, att på investerarens begäran omvandla konvertiblerna till aktier i bolaget till en på förhand bestämd konverteringskurs. Om konvertering inte sker återbetalas det nominella lånebeloppet vid löptidens slut. (Andersson, 2006)

#### *Ränta, löptid och konverteringstid*

Löptiden anger tiden fram till lånets förfall. Den ränta som utbetalas kan vara fast eller rörlig och är avdragsgill för bolaget (Hansson, 2005). Konverteringstiden är den tidsrymd under löptiden då konvertering kan ske, vilket kan vara under hela löptiden eller endast under utvalda tidpunkter.

#### *Konverteringskurs*

Konverteringskursen anger till vilken kurs de aktier som erhålls vid konvertering kan tecknas. Företag kan ofta emittera konvertibla lån till en premie över den vid emissionstillfället rådande aktiekursen, dvs. till en konverteringskurs som är högre än aktiekursen. Detta beror bland annat på den säkerhet obligationsdelen innebär samt att räntan ibland är högre än utdelningen på den ordinarie aktien. Att emittera till en hög premie är fördelaktigt för företaget eftersom ett lägre antal aktier kan ges ut till samma nominella belopp och utspädningen (se nedan) därmed minskar. (Hansson, 2005)

$$\text{Antal nya aktier} = \frac{\text{Det konvertibla lånets nominella belopp}}{\text{Konverteringskurs}}$$

#### *Utspädning*

I och med att antalet aktier ökar vid eventuell konvertering av det konvertibla lånet innebär detta att de befintliga aktieägarnas andel av det egna kapitalet och framtida vinster späds ut (Hansson, 2005). Utspädningen beräknas enligt följande:

$$\text{Utspädning} = \frac{\text{Antal nya aktier givet full konvertering}}{\text{Antal gamla aktier} + \text{Antal nya aktier givet full konvertering}}$$

Effekten av utspädningen beror till stor del på huruvida konvertibelemissionen sker med företrädesrätt för befintliga aktieägare eller om den riktas till externa investerare (se nedan). Om samtliga aktieägare vid en företrädesemission tecknar sig för konvertibler i förhållanden till sin aktieandel sker ingen reell utspädning.

#### *Förtida återköp och förtida konvertering*

Konvertibla lån kan innehålla villkor som ger både utställaren och innehavaren vissa rättigheter vad gäller förtida lösen eller konvertering av lånet. Exempelvis kan det utställande företaget i villkoren inkludera en möjlighet att tvinga igenom konvertering om aktiepriset överstiger konverteringskursen med en viss procentsats under en given period. (Redmayne, 1995)

#### *Företrädesemission, riktad emission och apportemission*

Konvertibelemissioner kan antingen ske med företrädesrätt för befintliga aktieägare eller vara riktade till en grupp utomstående investerare. I Sverige regleras emissionen av konvertibla lån i Aktiebolagslagen (2005:551), där det stadgas att aktieägare har företrädesrätt vid konvertibelemissioner (15 kap. 1 § 1 st. ABL). Bolaget får avvika från denna företrädesrätt vid apportemissioner (15 kap. 1 § 2 st. p. 1 ABL) då det konvertibla lånet utgör betalningsmedel vid förvärv, eller om ett beslut om avvikelser har biträtts av minst två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de aktier som är företrädda vid stämman (15 kap. 2 § ABL).

## **2.2 Tidigare empiriska studier**

Några av de tidigaste studierna om motiven bakom utställandet av konvertibla lån var av empirisk natur och genomfördes av Brigham (1966) och Hoffmeister (1977). Båda använde sig av enkätundersökningar som skickades ut till listade amerikanska företag som emitterat konvertibla lån för att ta reda på vilka motiv som låg till grund för valet av denna finansieringsform.

I Brighams (1966) urval svarade 73 % att de var intresserade av att erhålla nytt eget kapital medan endast 27 % var ute efter nya lån till billigare ränta. Vidare visade enkätsvaren att företagen på intet sätt varit tvungna att emittera konvertibler, utan möjlighet fanns både att genomföra nyemissioner och att ta upp nya lån till rimliga priser. Brigham (1966) fann också att

de företag som riktade sina konvertibelemissioner till existerande aktieägare lade mindre vikt vid designen på konvertibeln än de som riktade konvertibeln till utomstående – konverteringskurs och ränta bestämdes helt enkelt på ett sådant sätt att man försäkrade att konvertibeln blev attraktiv nog för att aktieägarna skulle vilja teckna.

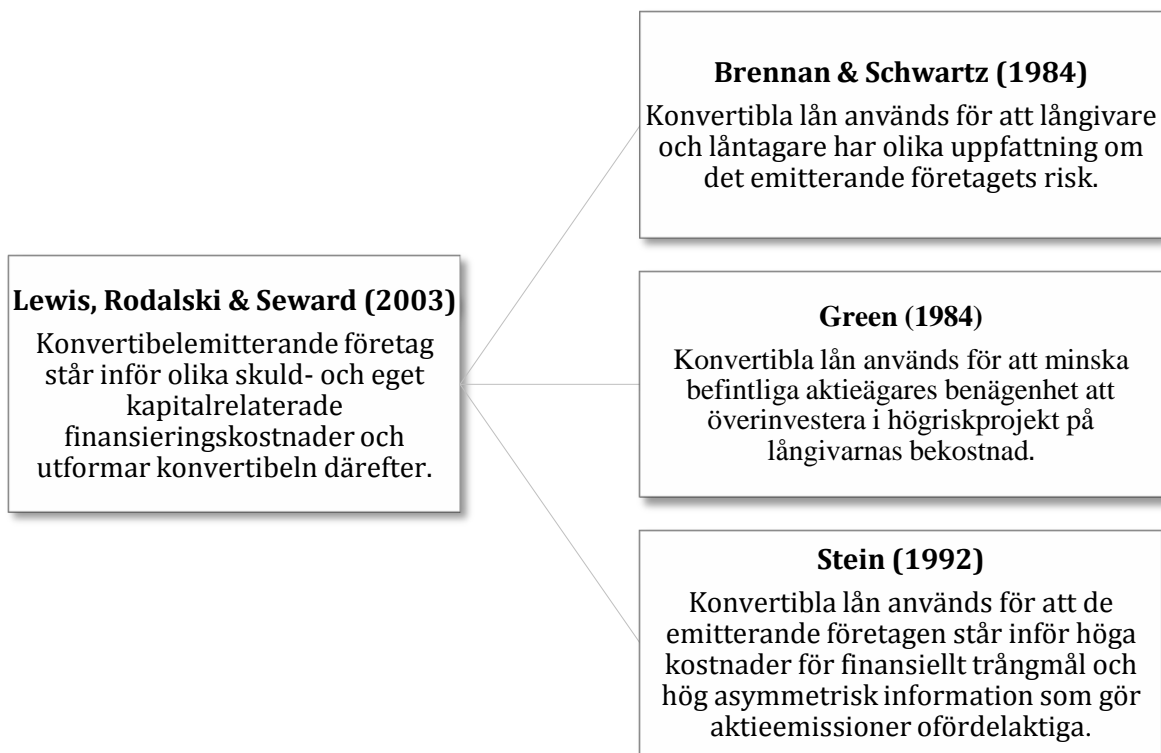
Hoffmeister (1977) fann inget dominerande motiv till beslutet att emitterade konvertibla lån. I urvalet svarade 34 % att de i första hand önskade erhålla nytt eget kapital, 30 % att de önskade ta upp ett nytt lån till lägre ränta och 17 % att de önskade göra en finansieringsemission mer attraktiv och att konvertibeldelen gjorde den lättare att sälja. Resterande svar var jämnt fördelade på motiven att utnyttja konvertibelns popularitet som finansiellt instrument, att skjuta utspädningen av aktiernas värde på framtiden, och annat. Hoffmeister (1977) menade att denna förskjutning (i förhållande till Brigham, 1966) från motivet att erhålla eget kapital till motivet att erhålla billigare lånefinansiering var en följd av det ekonomiska klimatet och de höga räntor som rådde under urvalsperioden (1970-1972). Detta är något som bekräftas av Mann, Moore och Ramanlal (1999) som finner att antalet emissioner av konvertibla lån ökar med högre låneräntor, samt då börsutvecklingen är positiv eftersom konvertibelelementet då är mer attraktivt för investerare.

## **2.2 Teoretiska förklaringar till företags användning av konvertibla lån**

I den ekonomiska litteraturen om konvertibla lån har flera teorier har lyfts fram som förklaring till varför företag använder denna finansieringsform. Framförallt har tre teorier fått spridning, baserade på asymmetrisk information (Stein, 1984), agentkostnader (Green, 1984), samt osäkerhet vad gäller företagets risk (Brennan och Schwartz, 1984). Dessa har sammanförts i ett teoretiskt ramverk av Lewis et al. (2003).

Strukturen på det teoretiska ramverket sammanfattas i bilden nedan.

Bild 2: Det teoretiska ramverket



### **Brennan och Schwartz**

Som nämnts menar Brennan och Schwartz (1984) att konvertibla lån teoretiskt sett inte bör ge emitterande företag några finansiella fördelar, men då författarna observerar att konvertibla lån ändå förekommer söker de en ekonomiskt rationell förklaring till instrumentets förekomst. Författarna menar att anledning till att företag väljer en konvertibel är att instrumentets värde är förhållandevis okänsligt för det emitterande företags risknivå. Detta medför att investerare och företagsledningen kan komma överens om ett värde på konvertibelns även om de har skilda uppfattningar om företags risk. Konvertibelns ger även ett skydd för långivare från negativa konsekvenser av policys som ökar företags risk (jämför Green, 1984, ovan) eftersom en ökad risk innebär att värdet på konvertibelns lånedel minskar samtidigt som värdet på optionsdelen ökar. Dessa motsatta effekter medför ett förhållandevis stabilt värde på konvertibelns.

Brennan och Schwartz (1984) vidhåller att konvertibla lån är ett instrument för företag som uppfattas som högriskbolag, vars risk är svår att bedöma och vars framtida investeringspolicy är svår att förutspå. Dessa bolag står inför höga lånekostnader och det konvertibla lånet ger dem

således en möjlighet att anskaffa kapital till förmånligare villkor. För stora, stabila bolag med god kreditvärdighet ser författarna däremot ingen anledning att använda konvertibla lån. Bland annat är bolagets storlek och aktiens volatilitet indikatorer på det konvertibelemitterande företags risk, enligt Lewis et al. (1998).

### **Green**

Green (1984) studerar de investeringsincitament som uppstår i företag till följd av lånefinansiering och hur konvertibla lån kan användas för att influera dessa. I företag med utestående lån har aktieägarna incitament att få företaget att överinvestera i projekt med högre risk vilket gynnar aktieägarna på borgenärernas bekostnad. Den mer riskfyllda investeringen ger en potentiell ökning av vinster och därmed värdet på ägarnas aktier samtidigt som företagets konkursrisk ökar – dock utan att borgenärerna kompenseras för den högre risknivån. Denna intressekonflikt mellan aktieägare och borgenärer har av Jensen och Meckling (1976) identifierats som en källa till agentkostnader för skuldfinansiering, som uppstår för företag som en följd av att borgenärerna, för att skydda sig mot aktieägarnas agerande, kräver högre räntor för att ställa upp med kapital.

Framförallt ser Green (1984) konvertibla lån som ett alternativ till att ta upp vanliga lån och menar att en konvertibel kan användas för att minska agentproblemen mellan aktieägare och borgenärer och därmed de tillhörande kostnaderna. Författaren menar att man genom konvertibelvillkoren kan forma existerande aktieägares framtida avkastning och därmed påverka deras incitament att överinvestera i högriskprojekt. Exempelvis menar Lewis et al. (1998) att om konvertibelinnehavarna givet full konvertering får en stor andel av det egna kapitalet (dvs. att utspädningen är stor) innebär detta att aktieägarna måste dela med sig av en större andel av framtida vinster. Detta utgör ett skydd för borgenärerna då det minskar de incitament bolaget har att gynna aktieägarna på borgenärernas bekostnad.

### **Stein**

Stein (1992) ser framförallt konvertibla lån som ett alternativ till aktieemissioner då de utgör ett sätt för företag att erhålla nytt eget kapital samtidigt som man minimera de negativa signaler en aktieemission skickar till marknaden. Enligt Myers och Majluf (1984) reagerar marknaden negativt på aktieemissioner eftersom investerare kan tolka emissionsnyheten som en signal att

aktien är övervärderad. Denna tolkning bygger på asymmetrisk information, att företagsledningen antas ha mer information än marknaden och inte emitterar aktier när de uppfattar den egna aktien som undervärderad. Detta påverkar vad investerare är villiga att betala för emissionen och medför ofta att nya aktier måste emitteras med en rabatt under rådande aktiepris.

Stein (1992) jämför också konvertibla lån med upptagandet av vanliga lån och menar att de företag som ställer ut konvertibla lån befinner sig i en situation där upptagande av nya lån inte är ett gångbart alternativ, då det skulle innebära alltför höga kostnader och öka risken för finansiellt trångmål. Väljer företaget ett konvertibelt lån krävs som en följd av detta att företaget har en positiv syn på aktiekursens framtida utveckling, eftersom konvertering till eget kapital inte sker om aktiekursen står under konverteringskursen. Då ökar istället företagets skuldsättning och därmed risken för finansiella svårigheter.

Ett företag som emitterar konvertibler står således enligt Stein (1992) inför förhållandevis hög asymmetrisk information och höga kostnader för finansiellt trångmål. Ett konvertibelt lån är då ett bra finansiellt instrument som innebär att företaget kan erhålla nytt eget kapital samtidigt som det förmedlar positivare signaler om tron på aktiekursutvecklingen än vad en aktieemission gör. Lewis et al. (2003) menar att den asymmetriska information som Stein (1992) talar om är hög efter positiv aktiekursutveckling samt högre för mindre bolag.

### **Lewis, Seward och Rogalski**

Samtliga ovan tre teorier är överens om att konvertibla lån används för att minska kostnaderna för extern finansiering, men skiljer sig åt vad gäller källan till dessa kostnader. Brennan och Schwartz (1984) och Green (1984) menar att kostnaderna beror på risk och agentproblem som gör skuldfinansiering dyrt medan Stein (1992) menar att kostnaderna är ett resultat av asymmetrisk information som gör aktieemissioner dyra. Lewis et al. (2003), som sammanfört de tre teorierna, menar att företag som emitterar konvertibla lån står inför en kombination av skuld- och eget kapitalrelaterade finansieringsproblem som gör att varken en nyemission eller upptagande av nya räntebärande lån är bra alternativ för företagen. De poängterar vidare att varje företag som emitterar konvertibla lån står inför problem som är specifika för det företaget och att man därför inte kan se de emitterande företagen som en homogen grupp.

Motiven till användandet skiljer sig således åt mellan företagen och Lewis et al. (2003) anser att konvertibelns utformning är betydande för hur företagen övervinner sina företagsspecifika finansieringskostnader. Författarna menar att när företagsledningen utformar sina konvertibla lån bestämmer de konverteringskurs, löptid, ränta och andra konvertibelvillkor på ett sådant sätt att det minimerar kostnaderna bolaget står inför. Lewis et al. (2003) menar slutligen att skuld- och eget kapitalrelaterade kostnader för extern finansiering varierar över tiden. Exempel på detta visar Mann et al. (1999), som undersöker timingen för när företag väljer att emittera konvertibla lån. Författarnas resultat pekar på att företag är mer benägna att emittera konvertibla lån då räntor är höga, eftersom ledningen då söker köpa ned sina räntekostnader med hjälp av det konvertibla lånets optionsdel, samt i perioder då aktiemarknaden utvecklas positivt, eftersom konverteringsmöjligheten då är attraktivare för investerare och konvertibeln därmed lättare att sälja in. Under tider efter en positiv aktiemarknadsutveckling menar Lewis et al. (2003) dessutom att eget kapital-relaterade kostnader är höga eftersom investerare då är mer benägna att uppfatta aktiekurser som övervärderade.

### 3. METOD

---

*I detta avsnitt presenteras den metod som valts för att uppfylla uppsatsens syfte. Först motiveras valet av kvalitativ undersökningsmetod samt valet av ett abduktivt angreppssätt för att relatera teori och empiri. Detta följs av en presentation av det urval av företag som medverkar i undersökningen samt hur intervjuerna har utformats och genomförts. Kvalitén på undersökningen kommenteras löpande.*

#### 3.1 Val av metod

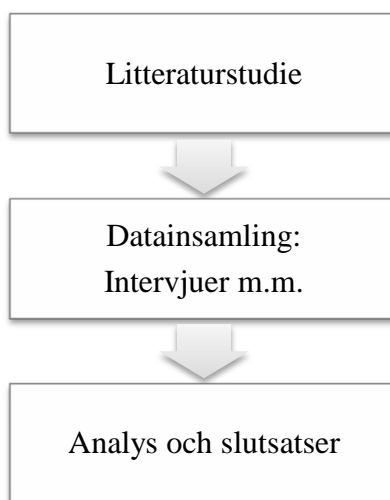
Den forskningsmetodik som väljs för att genomföra en studie skall utgå från uppsatsens problemområde och syfte (Patel och Davidsson, 2003). För att uppfylla studiens syfte har en kvalitativ metod valts med intervjuer som den huvudsakliga metoden för datainsamling. De tidigare studier som gjorts i syfte att empiriskt undersöka företagets motiv till beslutet att emittera konvertibla lån har framförallt byggt på enkätundersökningar med i förväg utformade svarsalternativ (exempelvis Brigham, 1966 och Hoffmeister, 1977). De förklaringar till konvertibla låns användning som har lyfts fram i litteraturen är dock av många olika slag, varför intervjuer medför en flexibilitet som gör det möjligt att fritt fånga upp intervjuobjektens egna förklaringar till emissionsbeslutet samtidigt som hänsyn kan tas till samtliga teoretiska perspektiv. Denna flexibilitet menar Bryman (2002) utgör en av den kvalitativa forskningsmetodikens styrkor och bidrar till att skapa en djupare förståelse för det studerade fenomenet.

Det finns olika tillvägagångssätt för att relatera empiri och teori till varandra. Vid deduktion utgår man från befintlig teori som får bestämma vilken information som ska samlas in och hur denna information ska tolkas, medan man vid induktion utgår från insamlad empiri för att formulera ny teori (Patel och Davidsson, 2003). En abduktiv ansats är en kombination av ett deduktivt och ett induktivt angreppssätt. För denna uppsats har ett abduktivt angreppssätt valts då studien utgår från teori, som utgör grunden för problemområdet och styr empiriinsamlingen, men även låter empirin komplettera den teoretiska tolkningen och på så vis ge en djupare analys. Ett abduktivt tillvägagångssätt kan medföra att ursprungliga teorier kan vidareutvecklas (Patel och Davidsson, 2003).

Den kvalitativa forskningsmetodiken har kritiserats bland annat för bristande transparens och för att studierna är svåra att replikera (Bryman, 2002). Ökad transparens och möjlighet till replikerbarhet kan dock uppnås genom en utförlig beskrivning av forskningsprocessen, vilket ges i detta avsnitt, så att läsaren kan ta del av de val som gjorts (Patel och Davidsson, 2003). Fullständig replikerbarhet är dock omöjlig att uppnå, i och med att den kvalitativa studien är starkt beroende av den situation i vilken den genomförs och vilka människor som intervjuar.

En omfattande litteraturstudie har genomförts för att kartlägga hur teoribildningen på området ser ut och resultatet av denna genomgång återfinns i föregående avsnitt. Utifrån teorigenomgången har intervjufrågor sammanställts som behandlar företagens beslut att emittera konvertibla lån samt hur man utformat det konvertibla lånets villkor. Resultaten av de genomförda intervjuerna kommer i analysen att ställas mot rådande teorier på området för att svara på studiens frågeställning och därigenom uppfylla dess syfte. I bilden nedan sammanfattas den arbetsgång som forskningsarbetet har följt.

*Bild 3: Arbetsgång*



### **3.2 Val av studieobjekt**

Vi kvalitativa undersökningar kan urvalet av studieobjekt ske på många olika sätt och de väljs ofta ut baserade på teoretiska grunder. Man talar då, enligt Svenning (2003), om en selektiv urvalsprocess som innebär att man väljer ut de fall man önskar studera efter vissa kvaliteter hos studieobjekten. De huvudsakliga urvalskriterierna i denna studie var att medverkande företag skulle vara svenska aktiebolag samt ha emitterat ett konvertibelt lån. Ytterligare ett kriterium

ställdes upp för att öka genomförbarheten av den empiriska undersökningen, nämligen att de emitterande företagen skulle vara noterade på en marknadsplats för aktiehandel. Anledningen till noteringskriteriet var tillgänglighet till information, både om företagen och om deras konvertibla lån. Vidare var det av vikt för undersökningen att de medverkande företagsrepresentanterna var personer som varit delaktiga i beslutet att emittera företagets konvertibla lån för att få förstahandsuppgifter om hur man resonerat kring beslutet.

Marknadsplatserna för svensk aktiehandel NASDAQ OMX Nordic och First North, Nordic Growth Market (NGM) och Nordic MTF, samt Aktietorget genomfördes för att identifiera utestående konvertibler. Även medias rapportering av konvertibelemissioner följdes och en sökning i databasen *Datastream* genomfördes för att identifiera eventuella svenska företag med konvertibla lån noterade på utländsk marknad. Totalt kunde tolv svenska noterade företag som emitterat eller nyligen beslutat att emitter konvertibla lån identifieras och av dessa medverkar sex stycken i denna studie:

*Tabell 3.1: Medverkande företag, industri och företagsrepresentant.*

<b>Systematisk Kapitalförvaltning AB</b>	Fondförvaltning och rådgivning	Telefonintervju med CFO Bo-Göran Hansen 2010-03-18
<b>Itab Shop Concept AB</b>	Butiksinredning	Telefonintervju med CFO Magnus Olsson 2010-03-19
<b>PA Resources AB</b>	Oljeutvinning och prospektering	Personlig intervju med CFO Bo Askvik 2010-03-12
<b>Capilon AB</b>	Riskkapitalbolag (onoterade industribolag)	Telefonintervju med VD Alex Molvin 2010-03-18
<b>Industrivärden AB</b>	Investmentbolag (branschledande bolag inom bank och industri)	Personlig intervju, CFO Martin Hamner 2010-03-16
<b>Lappland Goldminers AB</b>	Guldproduktion och prospektering	Telefonintervju med CFO Anders Haker 2010-04-22

Nedan tre företag har utestående konvertibla lån. Samtliga dessa bolag kontaktades men avböjde medverkan.

- Obducat AB: Mikro- och nanolitografi
- DigitalVision AB: Medieteknologi
- LinkMed AB: Investmentbolag (bolag inom life sciences)

Nedan tre bolag har under senare tid fattat beslut om att emittera ett konvertibelt lån. Dessa har dock inte kontaktats då emissionsprocessen ännu inte var slutförd.

- SAS AB: Flygbolag
- Värmlands Finans AB: Factoringbolag
- Wiking Minerals AB: Guldprospektering

### **3.3 Datainsamling**

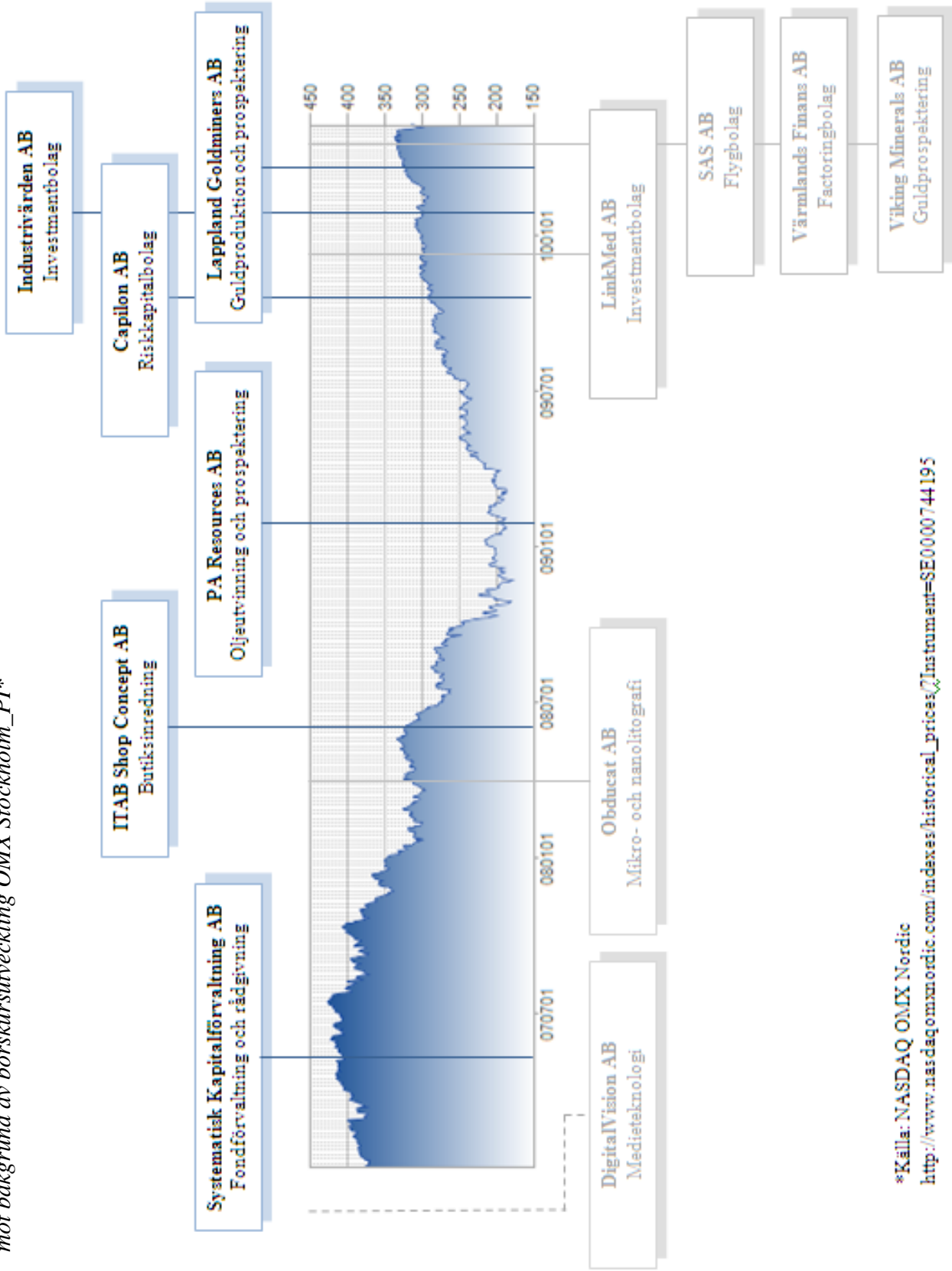
Den vanligaste metoden för datainsamling vid kvalitativa studier är genomförande av intervjuer (Bryman, 2002), vilket även är den huvudsakliga empiriska källan i denna uppsats. Utöver intervjuer har information från bolagens respektive årsredovisningar, emissionsprospekt och press meddelanden använts. Mycket arbete har även lagts på sammanställningen av det teoretiska ramverket för att säkerställa att det teoretiska avsnittet omfattar relevant litteratur på området. De teorier som omfattas av denna studie är de som fått störst spridning och refereras av majoriteten av den forskning som görs kring företags användning av konvertibla lån.

Intervjuerna har varit semi-strukturerade i den mening att en guide över teman utformats och följts vid intervjuerna men intervjupersonerna haft stor frihet att själva formulera svaren (Bryman, 2002). Den intervjuguide som använts har utformats för att fånga upp det teoretiska ramverket men har hållits mycket öppna för att tillåta intervjupersonernas egenformulerade svar att komma fram. Intervjuguiden återfinns i Appendix 1. Samtliga intervjuer har varat mellan 30 och 80 minuter och har med intervjupersonernas tillåtelse spelats in och sedan transkriberats. Efter bearbetning av intervjuerna har företagsrepresentanterna beretts tillgång till det empiriska underlaget och fått möjlighet att kommentera och godkänna dess innehåll.

En potentiell svaghet med de genomförda intervjuerna är att endast en representant har intervjuats per företag. Dock innehar samtliga intervjupersoner höga positioner (CFO och VD) inom de

medverkande bolagen och har varit delaktiga i och haft inverkan på beslutet och utformningen av bolagets konvertibelemission vilket medför att deras svar kan anses ha hög tillförlitlighet. Intervjupersonernas svar har dessutom i den mån det varit betydelsefullt stämts av mot offentlig information från företaget om konvertibelemissionen för att fånga upp eventuella diskrepanser. Flera åtgärder har således vidtagits för att säkerställa kvalitén på det empiriska underlaget.

Bild 4: Tidslinje över medverkande och icke-medverkande företag mot bakgrund av börskursutveckling OMX Stockholm\_PI\*



\*Källa: NASDAQ OMX Nordic  
[http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical\\_prices/?Instrument=SE0000744195](http://www.nasdaqomxnordic.com/indexes/historical_prices/?Instrument=SE0000744195)

## 4. EMPIRISKA RESULTAT OCH DELANALYS

---

*I detta avsnitt presenteras de medverkande företagen och resultaten från den empiriska undersökningen. Efter varje bolag följer en delanalys av de framförda anledningarna för att underlätta en mer övergripande slutanalys. Bolagen följer i kronologisk ordning enligt tidpunkten för deras konvertibelemissioner.*

I Bild 4 på sida 18 har de medverkande företagen märkts ut på en tidslinje med börskursutvecklingen (indexet OMX Stockholm) sedan början på 2007. Även icke-medverkande företag som har utestående konvertibla lån eller som har beslutat att inom en snar framtid emittera konvertibler har märkts ut. Tidsperioden under vilken de identifierade konvertiblerna har ställts ut har kännetecknats av en övergång från högkonjunktur till lågkonjunktur och finansiell oro som en följd av den finansiella kris som slog till under andra hälften av 2008. Den svenska börsen föll kraftigt och de medverkande bolag som emitterat konvertibler under och efter krisen berättar även om höjda räntelägen och bankernas obenägenhet att låna ut kapital. Börsen började dock återhämta sig igen under 2009 med en positiv börsutveckling under året.

### 4.1 Systematisk Kapitalförvaltning AB

Systematisk Kapitalförvaltning AB (Systematiska) erbjuder kapitalförsäkringar, strukturerade produkter och fonder med olika inriktning, risknivåer och avgifter. Bolaget startade sin verksamhet under 2006 och noterades under 2007 på marknadsplatsen Nordic MTF. Under 2008 bytte bolaget handelsplats till Aktietorget, där de är noterade än idag. De risker Systematiska står inför är framförallt ett resultat av att verksamheten är nybildad och fortfarande är i stort behov av kapitaltillskott för sin fortsatta expansion. (Årsredovisningen 2009)

I juni 2007 emitterade Systematiska ett konvertibelt lån till ett nominellt värde av 25 miljoner kronor. Konvertibelemissionen utgjorde betalning vid ett företagsförvärv, dvs. en apportemission, och var således riktad till den säljande parten. Konverteringskursen sattes till 0,20 kronor. (Emissionsprospektet 2007) Systematiska noterades för första gången tre månader efter konvertibelemissionen, i oktober 2007, till en aktiekurs på ca 0,18 kronor.

En sammanfattning av konvertibelns egenskaper återfinns i tabellen nedan.

Tabell 4.1: Sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet

---

<b>Nominellt belopp</b>	25 MSEK
<b>Ränta</b>	7 %
<b>Konverteringskurs</b>	0,20 SEK
<b>Löptid</b>	Juni 2007 till juni 2010

---

Det konvertibla lånet kan ställas i proportion till Systematiskas finansiella situation före emissionen. Per 31 december 2006 bestod bolaget endast av moderbolaget Systematisk Kapitalförvaltning AB som hade en balansomslutning på 6,4 miljoner kronor. Det egna kapitalet uppgick till 3,2 miljoner kronor, innebärande en soliditet på 50 %. Före emissionen hade bolaget inga räntebärande skulder och emissionsbeloppet om 25 miljoner kronor var således av betydande storlek. Givet full konvertering medför det konvertibla lånet en utspädning på 26 %. (Siffror för 2006 presenterade i Årsredovisningen 2007)

CFO berättar att anledningen till att man valde att emittera ett konvertibelt lån som betalning för förvärvet var att det var ett finansiellt instrument som uppfyllde säljarens krav. Systematiska och det förvärvade bolaget hade haft ett nära samarbete innan förvärvet och därför ville den säljande parten vara delaktig i den framtida utvecklingen samtidigt som man fick ett bidrag, i form av räntebetalningar, för att kunna driva vidare sin egen verksamhet. Några alternativ till ett konvertibelt lån fanns egentligen inte och om parterna inte hade kommit överens om villkoren för konvertibel menar CFO att det är tveksamt om affären hade gått igenom.

Lösningen med det konvertibla lånet byggde på att bolaget efter förvärvet skulle göra ordentliga framsteg. Tanken var att ingen konvertibelhållare skulle gå i likvid utan att samtliga konvertibler skulle konverteras till nytt eget kapital.

*Målsättningen var ett gemensamt risktagande och vi gjorde en beräkning att aktiekursen skulle komma att ligga på runt 30 öre. Då skulle konvertibelhållarna få en ordentlig utväxling för sitt risktagande. (Hansen, 2010)*

Konvertibelns sågs som en ganska fastställd form av inlåning med en simpel administrativ sida.

*Man kan i stort sett bara gå ut och googla lite så får man upp ett antal förslag på hur en konvertibelemission ska se ut. (Hansen, 2010)*

För att bestämma räntan på konvertibellånet kontaktades ett antal storbanker, vilka man frågade vad en skälig ränta för ett bolag som Systematiska var på ett företagslån i 5-7 miljonersklassen. Genomsnittet blev 7 %, vilket valdes för konvertibelns. CFO menar att detta var en hög ränta men då konvertibelns innebar en enorm lånebelastning och ett enormt risktagande från säljarens sida var det en ”puck man fick ta” (Hansen, 2010).

Man fick lägga en del tid på att förklara för aktieägarna vad ett konvertibelt lån innebar eftersom man upptäckte att det fanns en oförståelse för hur konvertibler kunde användas och vad det skulle kosta bolaget. Detta är något CFO tror gäller generellt för den svenska marknaden – att det finns en oförståelse för och en ovana vid att använda konvertibla lån.

*I Skottland använder ju männen kilt men att få svenska män att börja använda kilt det tror jag är nästan omöjligt. (Hansen, 2010)*

## **Delanalys**

Systematiskas användning av ett konvertibelt lån är inte drivet av en strävan att pressa ned räntan, undvika emittering på låga kurser, eller dylikt. På så sätt är det inte kostnader för extern finansiering som motiverar konvertibelemissionen utan snarare är det konvertibelns egenskaper som styr. För Systematiska fanns inga alternativ att ställa konvertibelns mot, eftersom ett konvertibelt lån var den enda finansieringsform som mottagaren var villig att acceptera. Villkoren för konvertibelns utformades således inte för att minska några externa kostnader utan bestämdes genom förhandling mellan köparen och säljaren så att båda kom överens för att förvärvet skulle gå igenom. Systematiskas användning av ett konvertibelt lån speglar således inte till fullo de teorier som lagts fram, men stödjer Lewis et al. (2003) som menar att de företag som emitterar konvertibla lån är en heterogen grupp och att man måste ta hänsyn till att motiven skiljer sig åt.

## 4.2 ITAB Shop Concept AB

ITAB Shop Concept AB (Itab) är verksamt inom butiksinterior och -utrustning och utvecklar, tillverkar och installerar konceptinteriorer och produkter för butikskedjor. Bolaget är marknadsledande i Norden, Baltikum och Storbritannien. Itab är verksamt inom en hårt konkurrensutsatt bransch och förväntningen är att detta kommer att leda till sammanslagningar och nedläggningar vilket Itab ser som en möjlighet att stärka sin position genom nya förvärv. Bolaget har varit verksamt inom branschen i olika former sedan början på 1990-talet (i dess nuvarande form sedan 2004) och är noterat på NASDAQ OMX Nordics Mid Cap-lista sedan mitten 2008. (Årsredovisningen 2009)

Itab emitterade i juni 2008 ett konvertibelt lån till ett nominellt belopp om strax under 243 miljoner kronor. Emissionen var en företrädesemission, riktad till bolagets aktieägare, och konvertibelns är noterad på NASDAQ OMX Nordic. Emissionen garanterades till 82 %, vilket innebär att ett antal investerare mot viss ersättning garanterar att teckna sig för överblivna konvertibler. Konverteringskursen sattes till 85 kronor, vilket låg under den aktiekurs på ca 90 kronor som rådde kring emissionstillfället. (Emissionsprospektet 2008)

En sammanfattning av konvertibelns egenskaper återfinns i tabellen nedan.

*Tabell 4.2: Sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet*

---

<b>Nominellt belopp</b>	243 MSEK
<b>Ränta</b>	STIBOR (12 månader) + 1,5 %
<b>Konverteringskurs</b>	85 SEK
<b>Löptid</b>	Juni 2008 till juni 2012

---

Det konvertibla lånet kan ställas i proportion till Itabs finansiella situation före emissionen. Per 31 mars 2008 uppgick koncernens totala balansomsättning till 2 262 miljoner kronor och det egna kapitalet till 390 miljoner kronor, innebärande en soliditet på 17 %. I förhållande till de tidigare räntebärande skulderna på 1 272 miljoner kronor är det konvertibla lånebeloppet på 243 miljoner kronor av betydande storlek. Givet full konvertering medför det konvertibla lånet en utspädning på 17 %. (Emissionsprospektet 2008)

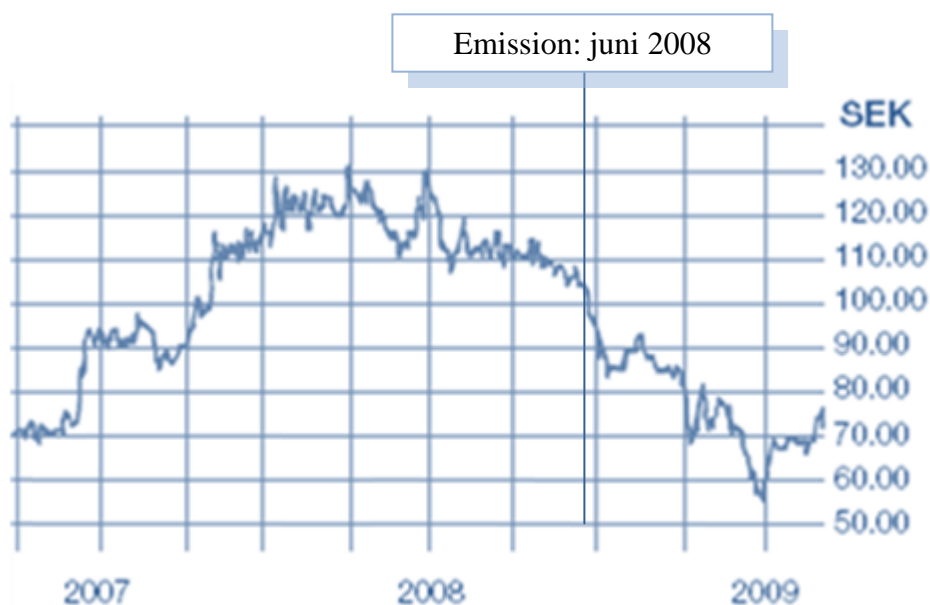
CFO berättar att Itab under många år haft positiva kassaflöden som man använt för att finansiera verksamheten. Utöver dessa medel utnyttjar man sig även av banklån och eget kapital. Anledningen till att man emitterade ett konvertibelt lån under 2008 var för att finansiera ett större strategiskt företagsförvärv. Före beslutet hade man tittat på andra alternativ, såsom upptagande av banklån och nyemission av aktier. Eftersom förvärvet var av betydande storlek var det svårt för bolaget att erhålla lånefinansiering för hela förvärvet.

*Det hela var ett för stort engagemang i förhållande till vår tidigare skuldsättning så ingen bank ville vara med. (Olsson, 2010)*

Alternativet att nyemittera aktier valdes bort eftersom det var av stor vikt för företaget att erhålla finansieringen och man bedömde att en konvertibelemission skulle vara lättare att få igenom än en aktieemission på grund av dess lägre risk.

*Vi tror att det är lättare att få igenom en emission av konvertibler än en vanlig aktieemission eftersom det känns mer säkert för deltagare, inte lika riskfyllt som att investera motsvarande belopp i aktier – man får tillbaka pengar oavsett aktiekurs. (Olsson, 2010)*

Diagram 1: Börskursutvecklingen sedan början 2007



Källa: Årsredovisningen 2008

Det övergripande målet vid utformningen av det konvertibla lånets villkor var att göra det så attraktivt som möjligt för att säkerställa teckning – att få in eget kapital i längden ansågs inte som avgörande men positivt. Teckningskursen sattes med marginal under börskursen och CFO berättar att anledningen till detta var att det är lättare att få med alla. Räntan skulle vara marknadsmässig och man jämförde räntan med vad ett banklån hade kostat för ett företag i Itabs ställning.

*... ska man vara aktieägare i Itab är det bättre att sitta med konvertibeln för att få en högre ränta, som varit större än utdelningen. Långsiktigt är det bättre att ha konvertibeln. (Olsson, 2010)*

En företrädesemission gjordes för man bedömde att aktieägarna var villiga att ställa upp med finansiering och således behövde inte aktieägarstrukturen förändras till nackdel för någon ägare. Därmed fanns det ingen anledning att vända sig till externa investerare, men CFO menar att man hade varit tvungen att rikta emissionen om någon stor aktieägare hade tackat nej.

## **Delanalys**

Itab var i behov av extern finansiering för ett stort strategiskt förvärv. Storleken på förvärvet omöjliggjorde ett banklån och istället sökte man andra finansieringsmöjligheter. Stein (1992) menar att bolag som emitterar konvertibla lån står inför höga kostnader för finansiellt trångmål och om förvärvet hade finansierats med lån så hade den finansiella risken i bolaget ökat avsevärt. Itab sökte sig således till aktieägarna för finansiering. Då Itab emitterade sitt konvertibla lån hade börsen genomgått en tids negativ utveckling (se Bild 4 på sida 18) och det kan tänkas att en hel del osäkerhet rådde kring vart konjunkturen var på väg. Investerare skulle då vara avvaktande och mindre benägna att ta stora risker. Eftersom det var av vikt att man erhöll den finansiering bolaget behövde valdes en konvertibel framför en aktieemission, då man bedömde detta alternativ som mindre riskfyllt för deltagarna och sannolikheten större att emissionen skulle röstas igenom. Det konvertibla lånet utgjorde således, som Brennan och Schwartz (1984) förespråkar, ett sätt för bolaget och investerare att komma överens om villkor för finansiering i en tid då investerare präglades av viss riskaversion och riskuppfattningen således skiljde sig åt mellan bolag och investerare.

### 4.3 PA Resources AB

PA Resources AB (PAR) bildades 1994 och är ett prospekterings- och produktionsbolag inom olja och gas. PAR:s verksamhet är inriktad på förvärv, utveckling, utvinning och avyttring av olja och gasreserver samt prospektering för att hitta nya reserver. Verksamheten inom olje- och gasssektorn, särskild vad gäller prospekteringsaktiviteter, innebär stora osäkerhetsmoment. Framtida vinster är framförallt beroende av operationella (påvisning av utvinnbara reserver) och marknadsrelaterade (oljepris, växelkurser) förhållanden och den osäkra avkastningen i kombination med behovet av stora initiala investeringar, gör detta till en riskfylld industri. Bolaget är primärnoterat på Oslo Börs och sekundärnoterat på NASDAQ OMX Nordics Mid Cap-lista. (Årsredovisningen 2009)

PAR ställde ut ett garanterat (till 64 %) konvertibelt lån på 1 164 miljoner kronor i januari 2009, som riktades till befintliga aktieägare och som noterades både på börsen i Sverige och i Norge. Konverteringskursen sattes till 16 kronor, vilket var ungefär i nivå med aktiekursen på kring 15,50 kronor vid emissionstillfället. (Emissionsprospektet 2009)

En sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet ges i tabellen nedan.

*Tabell 4.3: Sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet*

---

<b>Nominellt belopp</b>	1 164 MSEK
<b>Konverteringskurs</b>	16 SEK
<b>Ränta</b>	11 %
<b>Löptid</b>	Januari 2009 till januari 2014

---

Det konvertibla lånet kan ställas i proportion till bolagets finansiella ställning före emissionen. Bolaget hade per 2008-09-30 en balansomslutning på 10 108 miljoner kronor och det egna kapitalet uppgick till 4 010 miljoner kronor, innebärandes en soliditet på 39,7 %. I förhållanden till de tidigare räntebärande skulderna på 4 359 miljoner kronor är det konvertibla lånet på 1 164 miljoner kronor relativt stort. Givet full konvertering uppgår utspädningen till 33 %. (Emissionsprospektet 2009)

Enligt CFO jobbar PAR ständigt med refinansiering av förfallande obligationslån och nyfinansiering av kommande investeringar. CFO berättar att bolaget traditionellt sett har använt sig av framförallt obligationsmarknaden men även av aktieägarna (nyemissioner) för att finansiera sina aktiviteter. Detta på grund av att obligationsmarknaden har varit välfungerande med god tillgång till kapital. PAR delar inte ut vinsterna utan behåller medlen för att kunna göra investeringar och på så sätt minska behovet av att genomföra nyemissioner.

Bolaget hade under början på 2009 ett refinansieringsbehov men som ett resultat av den finansiella krisen som slog till under 2008 var kapitalutbudet på marknaden begränsat, berättar CFO. I första hand övervägde PAR att ställa ut ett nytt obligationslån, men i och med oroligheterna på marknaden skulle villkoren ha blivit orimliga med räntekrav på omkring 25 %.

*Det var en dysfunktionell marknad som gav helt extrema prissättningar därför att kapital var en bristvara. (Askvik, 2010)*

Alternativet var att göra en nyemission, men CFO menar att man huvudsakligen ska vända sig till aktieägarna när man behöver finansiering för nya lönsamma projekt. I och med att pengarna främst skulle användas för refinansiering ansågs därför en nyemission vara ett mindre lämpligt alternativ. Vid denna tidpunkt var PAR:s aktiekurs hårt pressad, som följd av finanskrisen och oljeprisfall.

*Diagram 1: Aktiens kursutveckling sedan början på 2007.*



*Källa: NASDAQ OMX Nordic*

*[http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE34961](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE34961)*

CFO ansåg att en konvertibelemission var en bra lösning i och med att volatiliteten i aktien ökar värdet på optionsdelen i konvertibelns vilket medför att man kan få ner räntan. Genom att använda konvertibelns kunde PAR således sänka räntan till sina ”vanliga” nivåer, som ligger kring 10 % under normala marknadsförhållanden. Dessutom innebar konvertibelns att man kunde erbjuda aktieägarna direktavkastning på deras ägande i form av räntebetalningar.

*Varför betala en, i vårt tycke, alldeles för hög ränta på en obligation när man samtidigt kan erbjuda en attraktiv placering för investeraren, och dessutom inte komma ut så mycket högre än vi normalt sett har på våra finansieringar? (Askvik, 2010)*

CFO förklarar att man ville göra konvertibelns så attraktiv som möjligt för att säkra fullteckning, genom en låg konverteringskurs, och även så ”enkel som möjligt i en komplicerad marknad” (Askvik, 2010) – enligt CFO en ”ren och skär svensk konvertibel” (Askvik, 2010): femårig, företrädesrätt för aktieägarna, inga återköps- eller tvångskonverteringsoptioner.

*När marknader är nervösa kan man inte komma ut med några komplexa produkter för då flyger de inte, i alla fall om man vill ha det gjort. (Askvik, 2010)*

Emissionen fulltecknades och CFO anser därför att de lyckats få ihop en bra kombination av villkoren. Även om det huvudsakliga syftet med konvertibelns var att erhålla lånefinansiering så vill man få in eget kapital i längden, vilket CFO menar är viktigt för att stärka möjligheterna till framtida upplåning. Angående den fortsatta aktiekursutvecklingen och framtida utfallet av konvertibelns är CFO övertygad om att oljepriset kommer öka vilket kommer att påverka aktiekursen positivt och därmed leda till en god avkastning för konvertibelinvesterarna vid framtida konvertering.

## **Delanalys**

PAR är verksam inom en typisk högriskindustri men har uppvisat god lönsamhet och positiva operativa kassaflöden (Årsredovisningen 2009) vilket medför att de har möjlighet att erhålla finansiering via andra medel än eget kapital – exempelvis via obligationslån och bankfinansiering. PAR var i behov av kapital för att refinansiera förfallande lån men som ett resultat av oroligheterna på marknaden kan det antas att bolagets i vanliga fall högriskstämpel

amplifierades, vilket medförde orimliga räntenivåer. PAR:s konvertibel har således använts i enlighet med det Brennan och Schwartz (1984) förespråkar – nämligen som ett sätt för investerare och företaget att komma överens om villkor för finansiering när uppfattningen om bolagets risk skiljer sig åt. På så sätt har bolaget lyckats få ned räntan till rimliga och ”vanliga” nivåer.

#### 4.4 Capilon AB

Capilon AB (Capilon) bildades 2006 och är ett nordiskt riskkapitalbolag vars affärsidé är att förvärva (till 100 %) och utveckla mindre och medelstora onoterade industribolag genom aktivt ägarskap. Bolagets fokus ligger på att förvärva historiskt lönsamma företag med tydlig utvecklingspotential och huvudmålsättningen är att maximera avkastningen för aktieägarna. De risker Capilon står inför härrör från dotterbolagens verksamheter men också från bolagets förmåga att vidareutveckla och finansiera tillväxten i dotterbolaget och dess möjligheter att finansiera nya förvärv. Bolaget är noterat på NASDAQ OMX First North. (Årsredovisningen 2009)

I november 2009 emitterade Capilon ett konvertibelt lån på ca 43 miljoner kronor. Initialt erbjöds konvertibler till ett belopp om 55 miljoner kronor, men emissionen fulltecknades inte. Emissionen var en icke-garanterad företrädesemission och konvertibelns noterades på OMX First North. Konverteringskursen sattes till 22 kronor, vilket innebar en premie över aktiekursen på omkring 17,50 kronor kring emissionstillfället. (Emissionsprospektet 2009)

En sammanfattning av konvertibelns egenskaper återfinns i tabellen nedan.

*Tabell 4.4: Sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet*

---

<b>Nominellt belopp</b>	43 MSEK (initialt erbjudande på 55 MSEK)
<b>Ränta</b>	9 %
<b>Konverteringskurs</b>	22 SEK
<b>Löptid</b>	November 2009 till november 2012

---

Det konvertibla lånet kan ställas i proportion till Capilons finansiella situation före emissionen. Per 31 juni 2009 uppgick koncernens totala balansslutning till 338 miljoner kronor och det

egna kapitalet till 115 miljoner kronor, innebärande en soliditet på 34 %. I förhållande till de tidigare räntebärande skulderna på 66 miljoner kronor är det konvertibla lånebeloppet på 43 miljoner kronor av betydande storlek. Givet full konvertering medför det konvertibla lånet en utspädning på 34 %. (Emissionsprospektet 2009)

VD berättar att tidigare förvärv huvudsakligen har finansierats via en kombination av apportemissioner (betalning med egna aktier), banklån och egna likvida medel. Året före emissionen var oroligt för många bolag – både Capilons konkurrenter och potentiella förvärvsbolag. Detta medförde attraktiva investeringsmöjligheter för Capilon:

*Vi hade rätt bra ordning på vår verksamhet redan innan lågkonjunkturen började, så vi fokuserade på nya förvärv och gick därmed lite mot strömmen. (Molvin, 2010)*

Lånemöjligheterna, som aldrig varit stora för Capilon, var extra begränsade i och med de marknadsförhållanden som rådde och man sökte därför efter olika finansieringsinstrument som man kunde använda sig av för att finansiera nyförvärv. VD trodde inte att en nyemission av aktier skulle gå igenom på grund av bolagets många kapitalsvaga aktieägare och man såg således ett behov av att ta in nya kapitalstarka ägare. De tidigare aktieägarna, menar VD, saknade möjlighet att delta i en emission och skulle därför vilja rösta emot ett sådant beslut för att inte få sin ägarandel utspädd.

VD uppger att den huvudsakliga anledningen till att det blev just en konvertibelemission således var för att det ger betydligt lägre utspädning för de befintliga aktieägarna då konvertibelemissioner inte präglas av de rabatter man ofta ser vid nyemissioner.

*Den viktigaste biten var att om vi jämför med en aktieemission så är det en betydligt lägre utspädning för de befintliga aktieägarna. (Molvin, 2010)*

Han menar vidare att konvertibelns var ett bra sätt att attrahera nya ägare.

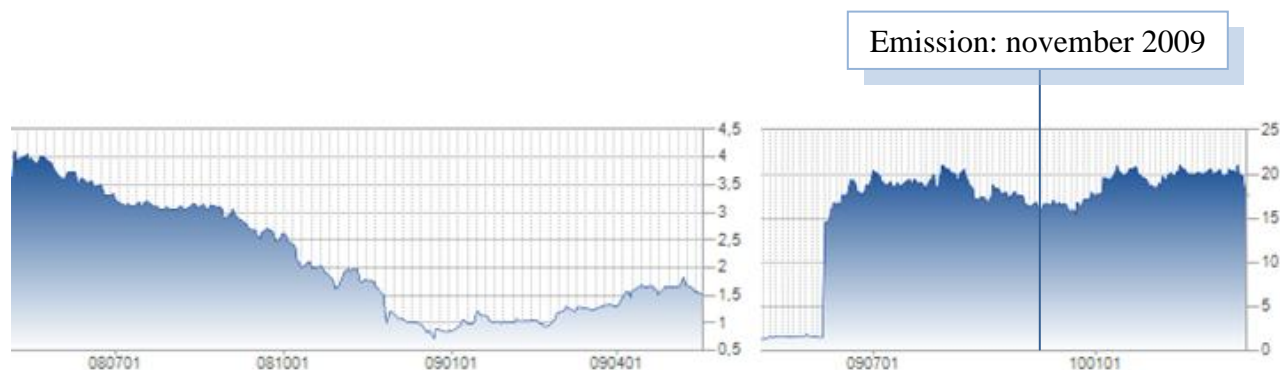
*En konvertibel är ju en aktie med flytväst, så det är ett väldigt bra instrument om du som ny ägare inte vill bli storägare direkt i ett bolag, utan vill lära känna bolaget under några år innan man tar valet om man ska bli ägare. (Molvin, 2010)*

Det huvudsakliga syftet vid utformningen av konvertibeln var att minska utspädningen och att göra konvertibeln attraktiv för att få in nya ägare. För att sätta sina villkor gjorde Capilon en genomlysning av marknaden för noterade konvertibler för att se vad andra satte för premier, räntor och så vidare.

*De vi jämförde med var enbart svenska konvertibler, så som till exempel PA Resources. Sen kollade vi också på de som låg närmast i tid, för att se vilken syn marknaden har på den. (Molvin, 2010)*

VD menar att man alltid designar en konvertibel med intentionen att den ska övergå till eget kapital i längden. Konverteringskursen sattes med en premie över aktiekursen. Detta minskar utspädningen, men är inte enligt VD särskilt ”utmanande” med tanke på att aktien rasat mycket och bolaget på marknaden värderades under det bokförde värdet på det egna kapitalet. Aktiekursen bör således öka med tiden, menar VD, vilket medför konvertering till aktier och således minska refinansieringsrisken för bolaget.

*Diagram 1: aktiekursutveckling sedan början på 2008 (omvänd split 10:1 ägde rum i maj 2009)*



*Källa: NASDAQ OMX First North*

[http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska\\_kurser/?Instrument=SSE37189](http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska_kurser/?Instrument=SSE37189)

Eftersom Capilon valde att inte garantera emissionen satte de räntan lite högre än vad som var tänkt i utgångspunkten, enligt VD för att göra den så attraktiv som möjligt. Vad gäller räntan, anser VD att en fördel med konvertibler är att aktieägare (särskilt vid företrädesemissioner) inte har något emot att betala ut höga räntor i och med att det faktiskt blir som en utdelning.

*Alla tyckte att det var attraktiva villkor det här. Vi fick ju in två nya huvudägare som tog 50 % av konvertibeln. Om de nu konverterar har vi fått in nya aktieägare. (Molvin, 2010)*

## **Delanalys**

Capilon sökte finansiering för attraktiva förvärvsmöjligheter som fanns kring emissionstillfället. Eftersom Capilon inte har några större möjligheter att finansiera sina förvärv via upptagande av lån var det enda alternativet en aktieemission. Ökad skuldfinansiering hade utsatt bolaget för hög finansiell risk och ökat kostnaderna för finansiellt trångmål, i enlighet med Stein (1992). Samtidigt sökte bolaget få in nya, kapitalstarka ägare och man bedömde att en konvertibel utgjorde ett bra sätt att locka nya ägare samtidigt som man levde upp till kraven från de gamla ägarna om begränsad utspädning.

Capilon är ett mindre bolag och de onoterade dotterbolagen medför låg transparens, vilket innebär att bolaget är ett riskfyllt bolag enligt Brennan och Schwartz (1984) eftersom den framtida utvecklingen kan vara svår att förutspå. En konvertibelemission ansågs mindre riskfyllt för nya investerare och konvertibeln möjliggjorde således för investerare och det emitterande bolaget att komma överens om finansieringsvillkor, även om riskuppfattningen kanske skiljer sig åt dem emellan.

Marknaden värderade vid emissionstillfället bolaget under värdet på det egna kapitalet och ledningen upplevde därför aktien som undervärderad. Genom konvertibeln kunde man indirekt emittera aktier till en premie istället för till en rabatt, vilket man måste vid vanliga nyemissioner. Denna rabatt utgör en kostnad för eget kapitalfinansiering som konvertibeln enligt Stein (1992) överkommer. Capilon uppnådde därför målet att minska aktieägarnas utspädning.

## 4.5 Industrivärden AB

Industrivärden AB (Industrivärden) bildades 1944 och är ett investmentbolag vars affärsidé bygger på aktivt ägande i stora och medelstora nordiska börsbolag. Bolaget har en långsiktig investeringshorisont och har som mål att utveckla innehavsbolagen och därigenom generera hög tillväxt av substansvärdet (aktieägarnas totala förmögenhet, definierad som marknadsvärdet för Industrivärdens aktieportfölj minskat med den räntebärande nettoskulden) och ge så hög avkastning som möjligt åt sina aktieägare. Industrivärdens innehav består bland annat av Handelsbanken, Sandvik, SCA och SSAB. Bolaget är noterat på NASDAQ OMX Nordics Large Cap-lista. (Årsredovisningen 2009)

Investmentbolag kännetecknas av att de handlas med substansrabatt, vilket innebär att aktien värderas ned till en nivå under substansvärdet. Denna substansrabatt medför att Industrivärden, liksom andra investmentbolag, har svårt att nyemittera aktier eftersom värdet på en investerad krona genast sjunker till exempelvis 0,70 öre med en substansrabatt på 30 %. (Årsredovisningen 2009)

Industrivärden emitterade i januari 2010 ett konvertibelt lån till ett nominellt värde av 500 miljoner euro, riktad till investerare på den europeiska marknaden och noterad på Luxemburgbörsens Euro MTF Market. Konverteringskursen för konvertering till C-akter har satts till 115,50 kronor, vilket innebar en betydande premie över kursen på bolagets C-aktie på runt 84 kronor vid emissionstillfället. (Emissionsprospektet 2010)

En sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet ges i tabellen nedan.

*Tabell 4.5: Sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet*

---

<b>Nominellt belopp</b>	500 MEUR
<b>Konverteringskurs</b>	115,50 SEK
<b>Ränta</b>	2,5 %
<b>Löptid</b>	Januari 2010 till januari 2015

---

Det konvertibla lånet kan ställas i proportion till Industrivärdens finansiella situation före emissionen. Per 31 december 2009 uppgick koncernens totala balansomslutning till 53 790

miljoner kronor och det egna kapitalet till 42 544 miljoner kronor, innebärande en soliditet på 79 %. I förhållande till de tidigare räntebärande skulderna på 10 843 miljoner kronor är det konvertibla lånebeloppet på ca 5 000 miljoner kronor av betydande storlek. (Årsredovisningen 2009) Givet full konvertering uppgår utspädningen till 10 %.

CFO berättar att Industrivärden typiskt sett använder sig av obligationsmarknaden eller vanliga lån för att erhålla extern finansiering. Det alternativ som väljs varierar över tiden beroende på den finansieringskälla som är mest attraktiv vid finansieringstidpunkten. Enligt CFO hade det varit möjligt för företaget att ta upp ett vanligt lån i samma storlek som det konvertibla lånet men eftersom Industrivärden legat över sitt långsiktiga mål om en skuldsättningsgrad på runt 20 % ville man inte ta upp fler lån. Istället sökte man möjligheter till att ta in nytt eget kapital, vilket är av stor vikt för Industrivärdens möjligheter att växa med sina innehavsbolag.

*Eftersom vi brottas med substansrabatt har vi svårt att ta in pengar via vanliga nyemissioner. Och då passar ju konvertibler perfekt.*

(Hamner, 2010)

Industrivärden hade börjat titta på konvertibelmarknaden i början på 2009 och tyckte att detta var ett instrument som skulle passa bolaget. Styrelsen gjorde dock bedömningen att läget för en konvertibelemission inte var det bästa då aktiekursen vid denna tidpunkt ansågs för låg att emittera på – en följd av att den finansiella krisen som slagit till under andra halvan 2008. Dessutom hade den internationella konvertibelmarknaden haft en negativ utveckling under 2007 och 2008. Under 2009 tog dock situationen en ny vändning. ”Konvertibelmarknaden var het” (Hansen, 2010) och hade uppvisat god utveckling och i takt med att Industrivärdens aktiekurs hämtade igen sig fattades ett beslut att genomföra en konvertibelemission.

*Att börserna hade gått starkt efter första kvartalet i 2009 var av stor betydelse för beslutet att emittera. (Hamner, 2010)*

*Det här var ju det sättet vi tyckte var mest attraktivt. Helt enkelt bäst för våra aktieägare, och därför gjorde vi det. Och det var ett bra marknadstillfälle, det fanns en efterfrågan. (Hamner, 2010)*

Diagram 1: C-aktiens kursutveckling sedan början på 2008.



Källa: NASDAQ OMX Nordic

[http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE143](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE143)

CFO berättar att Industrivärden jobbade i nära samarbete med Morgan Stanley, som har stor vana med internationella konvertibelemissioner, för att formulera villkoren. I och med sin A-rating lyckades Industrivärden få mycket fördelaktiga villkor. Konverteringskursen sattes med en hög premie på 37,5 % över rådande aktiekurs och räntan på 2,5 % var lägre än bolagets typiska räntekostnader på kring 4 % – ”billig finansiering” (Hamner 2010), tyckte CFO.

*Det hade varit svårt att få bättre villkor. Vi är jättenöjda med de villkor vi fick.* (Hamner, 2010)

Dessutom kunde Industrivärden få igenom flera villkor som säkerställde att bolaget verkligen skulle komma att erhålla nytt eget kapital: ett som medför att konvertering till eget kapital kan ske även om aktiekursen vid löptidens slut inte når upp till konverteringskursen och ett annat som medför att företaget kan forcera konvertering om aktiekursen når en viss nivå över konverteringskursen (en så kallad *call option*). Bolaget lyckades dessutom emittera till ett pris som motsvarade substansvärdet – något som på grund av substansrabatten inte hade varit möjligt med en aktieemission. Med likviden från konvertibeln kunde man enligt CFO kosta på sig att göra fler affärer och investera ytterligare i sina innehavsbolag.

CFO har en positiv syn på den framtida aktiekursutvecklingen. Då innehaven framförallt består av bank och verkstadsbolag är aktiekursen starkt beroende av konjunkturen och så länge det inte blir någon ”finansiell härdsmläta” är han övertygad om att bolaget kommer att nå den utsatta konverteringskursen.

CFO är högst medveten om att det är ovanligt med riktade emissioner i Sverige där det i princip är företrädesrätt för befintliga aktieägare som gäller. Att genomföra en riktad istället för en företrädesemission var dock något man inte hade några större tveksamheter till. Istället tycker CFO att företrädesemissioner där man riktar konvertibler till aktieägare ”känns lite konstigt” eftersom aktieägare investerar i aktier för att de gillar aktier.

*Det [konvertibla lånet] är ju faktiskt något annat än aktier ... Så här försöker vi att hitta en annan grupp investerare, som av tradition inte finns i Sverige. (Hamner, 2010)*

## **Delanalys**

Industrivärden emitterade det konvertibla lånet i repsons till ett gynnsamt läge både för investeringar och för upptagande av nytt eget kapital. Bolaget hade vid detta tillfälle inget pressande behov av att ta in finansiering, men står ständigt inför problem vid anskaffning av eget kapital då substansrabatten gör nyemissioner svåra att genomföra. Industrivärden är inte ett bolag som Stein (1992) menar typiskt sett bör använda sig av konvertibla lån som substitut för en nyemission. Industrivärden har god kreditvärdighet och låg skuldsättning och har därför möjlighet att ta upp ytterligare ”riskfria” skulder, vilket enligt Stein (1992) borde utgöra ett mer attraktivt alternativ än konvertibel- eller nyemissioner då det präglas av mindre informationseffekter. Även Brennan och Schwartz (1984) menar att stabila, kreditvärdiga bolag som Industrivärden inte har någon anledning att använda sig av konvertibler.

Generellt sett finansierar sig Industrivärden genom lån men det finns en gräns då skulder inte längre kan tas upp ”riskfritt” och man blir tvungen att ta in nytt eget kapital för att stärka den finansiella ställningen. Eftersom Industrivärdens skuldkapacitet ansågs nådd vid emissionstillfället, då skuldsättningsgraden var högre än bolagets långsiktiga mål, skulle bolaget förr eller senare behöva stärka det egna kapitalet för att möjliggöra ytterligare tillväxt. Konvertibeln kan således anses utgöra en förtida lösning på de problem Stein (1992) presenterar eftersom Industrivärden skulle kunna komma att stå inför dessa längre fram.

## 4.6 Lappland Goldminers AB

Lappland Goldminers AB (Goldminers) är ett prospekteringsbolag som bildades 1997 och under 2008 tog de även steget till att bli ett producerande gruvbolag i och med förvärvet av en finsk guldgruva. Bolaget har ett antal guldfyndigheter säkrade i Sverige och Finland. Bolaget är listat på handelsplatsen NASDAQ OMX First North. (Årsredovisningen 2009)

Branschen inom vilken Goldminers är aktiv är riskfylld och riskfaktorerna inkluderar bland annat guldprisrisken och likviditets- och finansieringsrisken. Goldminers investeringsbehov är stort och bolaget med dess begränsade kassaflöden är fortfarande starkt beroende av möjligheterna att erhålla extern finansiering. Det finns även stora risker för att det faktiska utfallet av gruvbrytningar avviker från genomförda analyser och att storleken på malmreserver och mineraltillgångar blir mycket mindre än man bedömt. (Emissionsprospektet 2010)

I april 2010 emitterade Goldminers ett garanterat (till 100 %) konvertibelt lån till ett nominellt belopp på ca 122 miljoner kronor, med företrädesrätt för bolagets aktieägare. Konvertibelns kommer att bli föremål för handel på NASDAQ OMX First North. Räntan på det konvertibla lånet är rörlig, med ett räntetak på 10 % som skyddar bolaget mot för höga räntekostnader. Konverteringskursen har satts till 11 kronor, vilket innebär en betydande premie över aktiekursen på runt 8 kronor vid emissionstillfället. (Emissionsprospektet 2010)

En sammanfattning av konvertibelns villkor återfinns i tabellen nedan.

*Tabell 4.6: Sammanställning av villkoren för det konvertibla lånet*

---

<b>Nominellt belopp</b>	122 MSEK
<b>Ränta</b>	STIBOR (90 dagar) + 6 %
<b>Konverteringskurs</b>	11 SEK
<b>Löptid</b>	April 2010 till december 2013

---

Det konvertibla lånet kan ställas i proportion till Goldminers finansiella situation före konvertibelemissionen. Per den 31 december 2009 hade bolaget en balansomslutning på 506 miljoner kronor. Det egna kapitalet uppgick till 337,6 miljoner kronor, innebärandes en soliditet på 66,7 %. I förhållande till de tidigare räntebärande skulderna om 48 miljoner kronor och även

till den tidigare balansomslutningen är det konvertibla lånet på 122 miljoner kronor av betydande storlek. Bolaget hade för 2009 ett negativt kassaflöde från den löpande verksamheten efter rörelsekapitalförändringar på -97 miljoner kronor. Givet full konvertering medför det konvertibla lånet en utspädning på 12 %. (Emissionsprospektet 2010)

Historiskt sett har Goldminers uteslutande finansierat sin verksamhet med hjälp av aktieägarna via nyemissioner och bolaget har ofta genomfört flera nyemissioner per år.

*Detta är vanligt vad gäller prospekteringsbolag. Det är ju inga banker eller andra långgivare som är beredd att låna ut pengar. Det är riskfyllt att driva prospektering, det finns ju inga garantier för att man når resultat. (Haker, 2010)*

CFO berättar att det blev en konvertibelemission istället för en aktieemission på grund av bolagets vid tillfället låga aktiekurs. Eftersom man kunde emittera konvertibeln med en premie över aktiekursen medför detta vid eventuell konvertering en lägre utspädning för de aktieägare som inte deltar i emissionen. Hade aktiekursen stått högre hade man kanske gjort en vanlig nyemission och givit ut aktier med lite rabatt, menar CFO.

*Det blev en konvertibel för att det i dagsläget inte var läge att göra en nyemission till så låga kurser. (Haker, 2010)*

Diagram 1: aktiekursutveckling sedan början på 2009



Källa: NASDAQ OMX First North

[http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska\\_kurser/?Instrument=SSE24773](http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska_kurser/?Instrument=SSE24773)

Goldminers aktiekurs är mycket volatil och har det senaste året rört sig mellan 7 och 14 kronor. CFO berättar att aktiekursen är känslig för aktiemarknadens förväntningar rörande bolagets förmåga att realisera sina operationella och finansiella mål. Den senaste nedgången menar CFO kan bero på marknadens osäkerhet kring Goldminers förmåga att finansiera sina projekt och få igång lönsam produktion.

Vad gäller villkoren för det konvertibla lånet ville man ha en så hög konverteringskurs som möjligt, men som aktieägarna fortfarande skulle vilja ställa upp på. För bolaget är det bättre ju högre konverteringskursen är, fortsätter CFO, eftersom bolaget då behöver emittera färre nya aktier vid konvertering. Räntan skulle vara attraktiv – den som investerar i konvertibeln skulle se den som ett bra erbjudande i förhållande till andra räntepapper som finns att köpa.

Utan de 122 miljonerna skulle bolaget sakna det kapital som krävs det kommande året för att genomföra de lönsamhetsanalyser och större projekt bolaget arbetar med. Löptiden på fyra år bestämdes enligt CFO utifrån när man tror sig kunna leverera resultat på den svenska produktionsverksamheten. Det blev en företrädesemission:

*Det är ju den vanliga svenska modellen att alla aktieägare skall få samma chans och samma rätt. I andra länder kan man ju rikta emissionen, men här riskerar man att det blir kritik. (Haker, 2010)*

Räntorna på lånet skall finansieras med kassaflöden från bolagets verksamhet och CFO berättar att de är optimistiska kring att komma igång med produktion framöver och att kassaflödena därmed kommer att förbättras. Det finns dock inga garantier i den här branschen. Refinansieringsrisken är hög och CFO menar att om aktiekursen inte har nått konverteringskursen om fyra år, då har Goldminers inte lyckats med sina projekt vilket har konsekvenser för mer än bara det konvertibla lånet. Men detta är marknaden medveten om och detta reflekteras i aktiekursen, menar CFO. CFO tror att aktiekursen på sikt kommer att nå upp till de nivåer konverteringskursen ligger på och att konvertibelägarna kommer att konvertera, vilket bolaget tycker är önskvärt.

## **Delanalys**

Goldminers var i behov av kapital för att finansiera investeringar nödvändiga för att analysera fyndigheternas lönsamhet och eventuellt sätta igång produktion. För Goldminers var lånefinansiering

inget alternativ överhuvudtaget och konvertibelemissionen utgjorde således ett alternativ till en aktieemission. Ökad lånefinansiering är behäftat med hög risk, i enlighet med Stein (1992), eftersom framtida betalningsförmåga inte kan garanteras. Goldminers ville inte emittera aktier eftersom man ansåg bolaget vara undervärderat. En nyemission till rabatt var således inget lockande alternativ och konvertibel kunde användas i enlighet med Stein (1992) för att minska aktieägarnas utspädning via en högre konverteringskurs. Med konvertibel signalerar bolaget dessutom en positiv syn på den framtida utvecklingen av verksamheten och därigenom aktiekursen. Man räknar med att generera kassaflöden för att kunna betala räntorna samt att konvertibel kommer att konverteras och således inte behöva refinansieras, vilket i linje med Stein (1992) skulle vara mycket negativt för bolaget.

Goldminers är ett typiskt bolag som Brennan och Schwartz (1984) menar att konvertibla lån är bra för. De är ett högriskbolag med stor volatilitet i aktien vilket medför att konvertibel kan ha ett stabilt värde även om värdet på bolaget förändras. Det kan vara svårt för investerare att förutspå resultaten av bolagets investeringar och konvertibel kan således utgöra ett mindre riskfyllt alternativ.

## 5. ANALYS

---

*I detta avsnitt ställs de empiriska resultaten mot det teoretiska ramverket och de tidigare empiriska studier som har genomförts. Analysen söker skapa förståelse för de svenska företagens användning av konvertibla lån, genom att lyfta fram aspekter som kan förklaras med hjälp av existerande teorier men även aspekter som identifierats i den empiriska undersökning men inte fångas upp av teorierna. Delanalyserna har behandlat varje enskilt bolags situation och här genomförs en övergripande analys av det samlade underlaget.*

De medverkande bolagen är mycket olika men utgör till stor del sådana bolag som Brennan och Schwartz (1984) och Stein (1992) menar att konvertibla lån passar för. Majoriteten av de medverkande företagen är små till medelstora bolag med förhållandevis kort historik. PAR och Goldminers är verksamma inom typiska högriskindustrier och har således hög operationell risk medan risken för Capilon är en följd av att bolaget är ungt och befinner sig i expansionsfas och vars framtida utveckling således kan vara svår att förutspå. Flera av bolagen (Itab, Capilon och Goldminers) hade även begränsade lånemöjligheter eftersom ökad lånefinansiering skulle öka den finansiella risken och de kostnader förknippade med detta, i enlighet med Stein (1992). Vidare har bolagen goda investeringsmöjligheter och en positiv tro på aktiekursutvecklingen, och genom att använda en konvertibel menar Stein (1992) att bolagen skickar positiva signaler till marknaden. Industrivärden utgjorde ett undantag från Brennan och Schwartz (1984) och Steins (1992) typiska konvertibelbolag vid emissionstillfället, men konvertibeln kan tolkas som en förtida lösning på Steins (1992) problem.

I delanalyserna har det empiriska underlaget ställts mot de problem knutna till extern finansiering som presenteras av Brennan och Schwartz (1984) och Stein (1992). Man kan se att både de argument Brennan och Schwartz (1984) presenterar och de Stein (1992) presenterar för konvertibelanvändning är närvarande i flera av de medverkande fallen. Exempelvis Capilon använder konvertibeln för att komma runt de aktiekursrabatter nyemissioner medför för att minska utspädningen för gamla ägaren, samtidigt som det erbjuder möjligheter för bolaget och nya potentiella ägare att komma överens om finansiering via ett mindre riskfyllt alternativ. Lewis et al. (2003) menar att bolagen står inför en kombination av eget kapital och skuldrelaterade

problem vilket vi ser är fallet här. Författarna har således gjort rätt i att sammanföra de tre olika perspektiven (Brennan och Schwartz, 1984, Stein, 1992 och Green, 1984) eftersom de inte var och en för sig är tillräckliga för att fånga upp de motiv till användning som finns.

### **En sista utväg**

Även om man kan se att bolagen har influerats av de kostnader för extern finansiering som Brennan och Schwartz (1984) och Stein (1992) presenterar, har en minimering av dessa kostnader i enlighet med Lewis et al. (2003) ofta inte varit den avgörande faktorn för valet att emittera ett konvertibelt lån. I flera fall hade bolagen ett tryckande behov av att erhålla finansiering, ofta för att ta tillvara på goda investeringsmöjligheter, men hade vid tidpunkten för emissionen inga andra möjligheter än det konvertibla lånet för att erhålla denna finansiering. Brigham (1966) fann att de bolag som emitterade konvertibla lån hade kunnat både ta upp nya lån och emitterat nya aktier till rimliga kostnader. Detta är dock något som inte gäller i majoriteten av de medverkande bolagens fall. Endast för PAR och Industrivärden var lånefinansiering inte helt utesluten (även om kostanden i PAR:s fall var mycket hög). I övriga fall utgjorde det konvertibla lånet en sista utväg – utan instrumentet hade bolagen inte kunnat erhålla den finansiering som behövdes för att genomföra strategiskt viktiga investeringar.

Att konvertibeln utgjorde en sista utväg för bolagen beror ofta på en kombination av företagsspecifika faktorer (exempelvis lånebegränsningar) och marknadsförhållanden (pressade aktiekurser), som samverkade för att utesluta andra alternativ. Det konvertibla lånet har således erbjudit bolagen en ytterligare finansieringsmöjlighet och utökat bolagens handlingsutrymme.

### **Företrädesemissioner: ett aktieägarperspektiv**

En faktor som inte fångas upp av teorierna men som i stor grad har influerat de svenska bolagens beslut om och utformning av det konvertibla lånet är den svenska traditionen med företrädesemissioner. Denna företrädesrätt innebär att aktieägarna har förstahandsrätt att teckna sig för emitterade konvertibler. Bland de medverkande företagen kan särskiljas mellan de som genomfört företrädesemissioner i enlighet med svenskt regelverk och de som genomfört riktade emissioner. Företrädesbolagens (PAR, Itab, Capilon och Goldminers) resonemang kring konvertibelemissionen och dess villkor skiljer sig i stor utsträckning från framförallt Industrivärden, som har genomfört en riktad emission.

Lewis et al. (2003) menar att företag utformar sina konvertibler för att minimera kostnaderna för extern finansiering, som består av en kombination av eget kapitalrelaterade och skuldrelaterade kostnader. Konvertibelns villkor skiljer sig således åt beroende på vilken kostnadskombination varje företag står inför. Företrädesbolagen anger dock andra förklaringar till hur de gått till väga för att utforma sitt konvertibla lån. Flera hänvisar till en ”typisk svensk konvertibel” och att man anpassat sina villkor i enlighet med svensk praxis. De variabler man i första hand har utnyttjat är konverteringskursen och räntenivån och man kan utläsa två huvudsakliga mål som medverkande företrädesföretag har med utformningen av sina konvertibler: att säkerställa teckning samt att minska aktieägarnas utspädning. I de fall då det vid emissionstillfället fanns misstanke att nuvarande aktieägare inte skulle kunna teckna sig för hela konvertibelemissionen, som i Capilons och Goldminers fall, tog man i utformningen av konvertibeln stor hänsyn till att minska utspädningen genom att emittera till en premie. PAR och Itab, som inte tog hänsyn till utspädningen, valde istället att sätta en låg konverteringskurs för att säkra teckning. Rântan som sattes angavs ofta vara marknadsmässig eller lite högre för att vara attraktiv. Behovet att utforma konvertibeln för att säkra teckning var även ett resultat av att bolagen, som diskuterats ovan, inte hade några andra möjligheter än konvertibeln för att erhålla finansiering.

Företrädesbolagen har ett aktieägarperspektiv snarare än ett företagsperspektiv, i den mening att de i första hand tar hänsyn till ägarna för att göra konvertiblerna ”aktieägarvänliga”. Istället för att optimera varje villkor efter bolagets behov ser företrädesbolagen således i första hand till aktieägarna och hur konvertibeln kommer att påverka dem. Detta beteende är något som även Brigham (1966) ser i sin undersökning. Författaren fann att de företag som emitterade sina konvertibler till existerande aktieägare lade mindre vikt vid utformningen på konvertibeln och att villkoren framförallt sattes för att vara attraktiva.

Ovan utgör en stor kontrast till Industrivärden, som inte riktat sitt konvertibla lån till aktieägare utan till specialiserade investerare på den europeiska marknaden. Dessa investerare efterfrågade konvertibler och Industrivärden var således inte hämmad av den ”svenska modellen” och kunde fokusera på att göra konvertibeln så attraktiv som möjligt för sig själv snarare än för mottagaren. Att bolaget inte var tvunget att ta in kapital medförde vidare att man kunde invänta goda marknadsförhållanden för sin emission. Bolaget arbetade, till skillnad från övriga bolag, i nära samarbete med kunniga rådgivare för att optimera varje villkor. Rântan blev låg,

konverteringskursen hög, och Industrivärden lyckades få igenom villkor som medför att de säkerställer eget kapital oavsett aktiekurs. Bolagets konvertibel är således utformad i enlighet med bolagets behov och kapitalanskaffningsproblem, nämligen problemet att erhålla eget kapital. Konvertibeln utgjorde som en följd av de goda villkoren även en mycket bra affär för bolaget och Industrivärden är den enda som uppger att de anser sig erhållit ”billig finansiering”. Industrivärden är vidare det bolag som gör skillnad på aktieägare och konvertibelinvesterare, medan övriga bolag ofta talar om konvertibelhållarna som ”ägarna” trots att en konvertibel inte medför ägande förrän konvertering faktiskt skett.

Lewis et al. (2003) saknar således i sitt teoretiska ramverk att ta hänsyn till institutionella faktorer såsom nationella regelverk och praxis som inverkar på bolagens möjligheter att fritt bestämma över konvertibelns villkor och mottagare. Det svenska regelverket med företrädesemissioner medför exempelvis att Greens (1984) teori om att konvertibler skyddar konvertibelborgenärer från aktieägarnas handlande minskar i betydelse. Lewis et al. (1998) menar att ju högre utspädning för aktieägarna desto mer skyddade blir konvertibelborgenärerna. I och med kravet på företrädesemissioner sätts dock inte borgenärernas intressen och risktagande i fokus – istället är det aktieägarna och att minska deras utspädning som får störst vikt för bolagen. Detta på grund av att företrädesrätten medför att konvertibelborgenärerna är desamma som aktieägarna (givet att alla tecknar) och således uppstår inte ett lika stort behov av att skydda ”borgenärerna” från sitt eget handlande.

### **Marknadsförhållanden: en observation**

Från Bild 4 på sida 18 kan man tydligt utläsa att antalet konvertibelemissioner är som störst kring slutet på 2009 och början 2010. Det stora antalet emissioner kring denna tidpunkt är i linje med de resultat Mann et al. (1999) presenterar, dvs. att företag emitterar konvertibler i större utsträckning då aktiemarknaden utvecklats positivt. Anledningen till detta, menar Mann et al. (1999), är att det är lättare att sälja in konvertibler under tiden av positiv kursutveckling. Man kan göra tolkningen att den positiva tron på den framtida börsutvecklingen bidragit till det stora antalet konvertibler under 2009/2010, vilket speglas i bolagens övertygelse att konvertibeln kommer att resultera i konvertering. I enlighet med Stein (1992) kan avsaknad av en positiv tro ha medfört att bolagen funnit konvertibler vara ett mindre attraktivt instrument. Dock kan inga slutsatser dras från denna observation, eftersom den studerade tidsperioden är begränsad.

## 6. SAMMANFATTNING

---

Syftet med denna explorativa uppsats har varit att öka förståelsen för den svenska konvertibelmarknaden. För att uppnå syftet har en kvalitativ metod valts och sex svenska konvertibelemissioner har studerats. Ett abduktivt angreppssätt har valts där teori och empiri har fått komplettera varandra för att svara på frågeställningen:

*Varför emitterar svenska företag konvertibla lån och hur förhåller sig deras anledningar till rådande teorier?*

Det finns flera anledningar till varför svenska företag emitterar konvertibla lån. De teoretiska faktorer som i litteraturen på området framhålls som anledning till konvertibelanvändning kan urskiljas hos de medverkande bolagen, men har sällan framförts som det huvudsakliga skälet till beslutet att genomföra konvertibelemissionen. Majoriteten av bolagen uppger inte att konvertibeln utgjort ett billigt finansieringsalternativ som valts för att minimera sina finansieringskostnader. Ofta har bolagen använt det konvertibla lånet som en sista utväg då en kombination av företagsspecifika faktorer och marknadsförhållanden vid emissionstidpunkten medfört att andra finansieringsalternativ varit uteslutna. Den fördel konvertibla lån medför är således att utöka bolagens handlingsutrymme genom att erbjuda ytterligare en möjlighet till kapitalanskaffning.

Att konvertibeln inte använts för att optimera bolagens finansieringsvillkor märks även i hur de utformat sina konvertibla lån. Den svenska traditionen med företrädesemissioner medför att bolagen antar ett aktieägarperspektiv istället för ett företagsperspektiv och fattar beslut om konvertibelns villkor med hänsyn till hur den kommer att mottas av aktieägarna. Att optimera varje villkor är således inte avgörande och istället utformar man en enkel, attraktiv och aktieägarvänlig konvertibel som medför så positiva effekter som möjligt för aktieägarna för att på så sätt säkerställa att konvertibeln accepteras. Denna slutsats förstärks av att det bolag som genomfört en riktad emission i första hand tagit hänsyn till bolagets intressen och därigenom kunnat erhålla de mest förmånliga villkoren.

De medverkande företagen ser således en anledning att emittera konvertibla lån men inte för att de har uppfattningen att konvertibeln utgör billig finansiering.

## 7. STUDIENS KVALITET

---

Kvalitativa metoder tillåter djupare förståelse för ett visst fenomen men medför vissa utmaningar vad gäller validitet och reliabilitet. Enligt Bryman (2002) handlar validitet om huruvida man observerar, identifierar eller mäter det man säger sig göra, medan reliabilitet är resultatens tillförlitlighet. Svenning (2003) skiljer mellan inre och yttre validitet. Den inre validiteten avgörs bland annat av att man ställer rätt frågor till rätt personer och reliabiliteten att svaren på dessa frågor har tolkats och presenterats på ett korrekt sätt. Flera åtgärder har vidtagits för att säkerställa den inre validiteten och reliabiliteten av det empiriska underlaget, vilka har behandlats i metodavsnittet.

En ytterligare kommentar om den inre validiteten förtjänar dock att lyftas fram. En vanligt förekommande svårighet inom empirisk forskning är enligt Svenning (2003) hur man ska koppla samman det teoretiska och det empiriska planet, dvs. hur man ska översätta teori till konkreta mätinstrument såsom intervjuprotokoll för att säkerställa att man i sin empiriska undersökning verkligen fångar upp det man avser fånga upp. Då det teoretiska ramverket till stor del är baserat på kvantitativa modeller har kopplingen mellan praktik och teori ibland varit svår, vilket kan ha inverkat på tolkningen av det empiriska underlaget.

Den yttre validiteten handlar om resultatens generaliserbarhet. Generellt gäller för kvalitativa undersökningar att det finns begränsade möjligheter till generalisering då det kan vara svårt att överföra resultaten till en annan kontext. Sex av totalt tolv identifierade noterade företag med utestående (eller snart utestående) konvertibla lån medverkade i denna studie. Då resultaten påvisat att anledningen till användningen av konvertibla lån är beroende av varje bolags situation vid ett givet tillfälle medför detta begränsade möjligheter till överföring till andra bolag i andra tider. De identifierade institutionella faktorer som inverkar på bolagens utformning av konvertibler bör dock kunna anses gällande för fler bolag på den svenska marknaden, men dessa resultat har genererats för en begränsad tidsperiod. Det är således möjligt att bolag som emitterar konvertibla lån under andra marknadsförhållanden påverkas av andra faktorer än de som identifierats här. Ytterligare studier krävs.

## 8. FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

---

För att få en mer nyanserad förståelse för den svenska konvertibelmarknaden måste ytterligare studier genomföras. En studie över en längre tidsperiod skulle kunna fånga upp om olika marknadsförhållanden medför att olika faktorer inverkar på emissionsbeslutet. Vidare skulle en jämförelse mellan två jämbördiga bolag som vid en given tidpunkt valt olika finansieringsformer, varav det ena emitterat ett konvertibelt lån, vara värdefull för att fånga upp anledningar till varför svenska bolag väljer bort konvertibla lån.

Ett ytterligare intressant perspektiv är investerarnas perspektiv. Hur ser svenska, både privata och institutionella, investerares uppfattning om och efterfrågan på konvertibla lån ut? Även detta perspektiv borde präglas av den svenska företrädestraditionen och vore därför intressant som ett komplement till de resultat som framkommit i denna studie.

## REFERENSLISTA

---

Aktiebolagslag (SFS 2005:551).

Andersson, L., (2006), *Värdepapper: En genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, Björn Lundén Information AB, Näsvisen, 7:e uppl.

Bolander, H., (2010), ”Konvertibler allt hetare på börsen: Nygammal finansieringsform mot ny vår”, *Dagens Industri*, 22 februari.

Brennan, M. och Schwartz, E., (1984), “The case for convertibles”, i Stern, J. M. och Chew, D. H. Jr. (red.), (1998), *The Revolution of Corporate Finance*, Blackwell, Oxford, uppl. 3.

Brigham, E., (1966), “An analysis of convertible debentures: Theory and some empirical evidence”, *Journal of Finance*, vol. 21, s. 35-54.

Bryman, A., (2002), *Samhällsvetenskapliga metoder*, Översättning av Nilsson, B., Liber ekonomi, Malmö, uppl. 1.

Eklund, A., (2010), ”Nu blir det konvertibelfest”, (Elektronisk) *Affärsvärlden*, 19 januari, Tillgänglig online < <http://www.affarsvarlden.se/tidningen/article708244.ece> > [2010-05-18].

Gelin, G. och Sundström, L., (1991), *Sanna ägare: Engagemang genom arbete eller konvertibler?*, Arbetslivscentrum, Stockholm.

Green, R., (1984), “Investment incentives, debt and warrants”, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, s. 115-136.

Hansson, S., (2005), *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*, Studentlitteratur, Lund, 10:e uppl.

Hoffmeister, J. R., (1977), “Use of convertible debt in the early 1970s: A reevaluation of corporate motives”, *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 17, s. 23-32.

Jensen, M. C. och Meckling, W. H., (1976): “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, s. 305-360.

Lewis, C., Rodalski R. och Seward, J., (1998), “Agency problems, information asymmetries, and convertible debt security design”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 7, s. 32-59.

Lewis, C., Rodalski R. och Seward, J., (2003), “Industry conditions, growth opportunities and market reactions to convertible debt financing decisions”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 27, s. 153-181.

- Mann, S., Moore, W. och Ramanlal, P., (1999), "Timing of convertible debt issues", *Journal of Business Research*, vol. 45, s. 101-105.
- Myers, S.C. och Majluf, N., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Finance Economics*, vol. 13, s. 187-224.
- Patel, R. och Davidson, B., (2003), *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur, Lund, 3 uppl.
- Redmayne, J., (1994), *Convertibles: An international perspective*, Euromoney Publications, London.
- Sköldebrand, B., (1989), *Anställd och ägare: konvertibler*, Arbetslivscentrum, Stockholm, uppl. 2.
- Stein, J., (1992), "Convertible bonds as backdoor equity financing", *Journal of Financial Economics*, vol. 32, s. 3-21.
- Svenning, C., (2003), *Metodboken: Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling: Klassiska och nya metoder*, Lorentz Förlag, Eslöv, uppl. 5.
- Sörensson, T., (1993), *Swedish convertible bonds and their valuation*, Diss. Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, Stockholm.

### **Elektroniska källor**

- Capilon AB, Börskursutveckling, NASDAQ OMX First North, Historiska kurser, Tillgänglig online <[http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska\\_kurser/?Instrument=SSE37189](http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska_kurser/?Instrument=SSE37189)> [2010-05-18]
- Index OMX Stockholm PI, NASDAQ OMX Nordic, Historiska kurser, Tillgänglig online <[http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska\\_kurser/?Instrument=SE0000744195](http://www.nasdaqomxnordic.com/index/historiska_kurser/?Instrument=SE0000744195)> [2010-05-18]
- Industrivärden AB, Börskursutveckling, NASDAQ OMX Nordic, Historiska kurser, Tillgänglig online < [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE143](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE143)> [2010-05-18]
- Lapland Goldminers AB, Börskursutveckling, NASDAQ OMX First North, Historiska kurser, Tillgänglig online <[http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska\\_kurser/?Instrument=SSE24773](http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/aktier/historiska_kurser/?Instrument=SSE24773)> [2010-05-18]
- PA Resources AB, Börskursutveckling, NASDAQ OMX Nordic, Historiska kurser, Tillgänglig online < [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska\\_kurser/?Instrument=SSE34961](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiska_kurser/?Instrument=SSE34961)> [2010-05-18]

## **Årsredovisningar**

Capilon AB, Årsredovisning (2009) och Emissionsprospekt (2009).

Industrivärden AB, Årsredovisning (2009) och Emissionsprospekt (2010).

ITAB Shop Concept AB, Årsredovisning (2008, 2009) och Emissionsprospekt (2008).

Lapland Goldminers AB, Årsredovisning (2009) och Emissionsprospekt (2010).

PA Resources AB, Årsredovisning (2009) och Emissionsprospekt (2009).

Systematisk Kapitalförvaltning AB, Årsredovisning (2007, 2009) och Emissionsprospekt (2007).

## **Intervjuer**

Askvik, Bo, CFO, PA Resources AB, personlig intervju, Stockholm, 2010-03-12

Haker, Anders, CFO, Lapland Goldminers AB, telefonintervju 2010-04-22.

Hamner, Martin, CFO, Industrivärden AB, personlig intervju, Stockholm 2010-03-16.

Hansen, Bo-Göran, CFO, Systematiska Fonder JPA AB, telefonintervju, 2010-03-18.

Molvin, Alex, VD, Capilon AB, telefonintervju, 2010-03-18.

Olsson, Magnus, CFO, ITAB Shop Concept AB, telefonintervju, 2010-03-19.

## APPENDIX 1

---

*Här presenteras den intervjuguide som använts vid genomförande av intervjuerna. Frågorna ställdes inte nödvändigtvis i nedan ordning och intervjupersonerna gavs stort utrymme att själva utforma sina svar och leda in intervjun på de faktorer som var viktiga.*

Hur ser ert finansieringsbehov ut och hur finansierar ni er normalt sett?

Hur såg marknadsförhållandena ut vid tillfället kring emissionen?

Varför valde ni att emittera ett konvertibelt lån?

Har ni emitterat konvertibla lån tidigare? Varför valde ni att emittera ett konvertibelt lån just nu?

Vad skulle pengarna användas till?

Vilka alternativa finansieringsformer hade ni? Var det i första hand ett alternativ till skuld eller till eget kapital?

Hur resonerade ni kring villkoren för konvertibeln?

- Belopp?
- Konverteringskurs i förhållande till aktiekursen?
- Ränta?
- Löptid?
- Antal nya aktier och medföljande utspädning?
- Ytterligare villkor?

Vilket syfte ville ni uppnå med villkoren? Är ni nöjda med villkoren?

Hur står sig konvertibelns villkor i förhållande till era ”vanliga” finansieringsformer?

Vilka tecknade sig för konvertibeln?

Vilka är de kortsiktiga och långsiktiga målen med konvertibeln?

Vilket utfall är önskvärt?

Var det svårt att sälja in konvertibeln hos mottagarna?

Vilka för- och nackdelar ser ni med konvertibeln?

Varför passar denna finansieringsform er?

Hur ser ni på er framtida aktiekursutveckling?