



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Peter Larsson

# Konvertiblers hybrida karaktär – särskilt om Mandatory Convertibles

Examensarbete  
20 poäng

Lars Gorton

Associationsrätt/Bankrätt

HT 2006

# Innehåll

<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>1</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>4</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>5</b>
1.1 Bakgrund	5
1.2 Metod och material	6
1.3 Avgränsning	7
1.4 Syfte och problemställning	7
1.5 Disposition	8
<b>2 AKTIEBOLAGETS FINANSIERING</b>	<b>10</b>
2.1 Eget kapital	10
2.2 Främmande kapital	11
2.3 Mellanformer	12
<b>3 KONVERTIBLERS HYBRIDA KARAKTÄR</b>	<b>15</b>
3.1 Allmänt	15
3.2 En företagsekonomisk och aktiebolagsrättslig relation	17
3.2.1 Redovisningens roll och betydelse	17
3.2.2 Den företagsekonomiska hanteringen av konvertibler	18
3.2.2.1 Begreppsskillnaden mellan kapital och skuld - och konvertiblers svårhanterlighet	18
3.2.2.2 IAS 32 och RR 27	19
3.2.2.3 FASB	20
3.2.3 Aktiebolagsrättslig relevans	21
3.3 Effekter på den finansiella ställningen	22
3.3.1 Konverteringen	22
3.3.2 Direkt effekt	23
3.3.3 Indirekt effekt	23
<b>4 MANDATORY CONVERTIBLES – EGET ELLER FRÄMMANDE KAPITAL</b>	<b>26</b>
4.1 Allmänt	26

<b>4.2</b>	<b>Tillvägagångssätt</b>	<b>28</b>
<b>4.3</b>	<b>Prospektdirektivet</b>	<b>29</b>
<b>4.4</b>	<b>Lag om handel med finansiella instrument och den svenska implementeringen av prospektdirektivet</b>	<b>31</b>
<b>4.5</b>	<b>Aktieägar- och borgenärspektivet</b>	<b>34</b>
4.5.1	Aktieägarens och borgenärens intressen	34
4.5.2	Intressekonflikt - bl.a. kortsiktighetsproblemet	37
<b>4.6</b>	<b>Olika rättssystemers kapitalmarknader och call protection-villkor</b>	<b>38</b>
<b>4.7</b>	<b>ABL:s likvidationsregler</b>	<b>39</b>
<b>4.8</b>	<b>Tidsaspekten</b>	<b>42</b>
<b>4.9</b>	<b>Kreditvärdighet</b>	<b>43</b>
4.9.1	Automatisk konvertering	43
4.9.2	Deutsche Telecom AG:s emission av Mandatory Convertibles	44
4.9.3	Bedömning och klassificering	45
<b>5</b>	<b>AVSLUTANDE ANALYS</b>	<b>47</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>54</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>59</b>

# Sammanfattning

En mandatory convertible (tvingande konvertibel) är ett finansiellt instrument som bär drag av att vara dels skuldbaserat och dels kapitalbaserat. En mandatory convertible skiljer sig från en mer traditionell konvertibel på så vis att konvertibelinnehavaren inte bara kan besitta en rättighet till konvertering utan även en skyldighet, emitterande bolag kan alltså tvinga innehavaren att konvertera. Mandatory convertibles är tillåtet på den svenska kapitalmarknaden sedan införandet av ABL den 1 januari 2006.

Det är brukligt att en konvertibel initialt tas upp som skuld (främmande kapital) för att vid en konvertering byta skepnad till aktiekapital och således utgöra eget kapital. Konvertibler kan härav sägas vara hybrida till sin karaktär. I uppsatsens drivs en tes om att mandatory convertibles bolagsrättsligt sett direkt kan ses som eget kapital hos emitterande bolag, alltså redan innan en konvertering ägt rum. Uppsatsen syftar *inte* till att fastställa en överordnad klassificering av mandatory convertibles, utan istället är ambitionen att analysera konvertibelvillkor vilka presumerar en klassificering som eget kapital eller som främmande kapital. Det är vidare min förhoppning att kunna åskådliggöra olika konsekvenser vid en klassificering av konvertibeln som eget kapital respektive främmande kapital.

Vid en internationell utblick framgår det att mandatory convertibles med *automatisk* konvertering är en vanligt förekommande form av mandatory convertible. En sådan konvertibel innebär att parterna avtalar om en framtida konverteringsdag där en konvertering kommer ske automatiskt, utan att någon part behöver påkalla konverteringen. Beaktat att mandatory convertibles med automatisk konvertering kan ses som ett *aktierelat* värdepapper/finansiellt instrument enligt prospektdirektivet/lagen om handel med finansiella instrument, samt att etablerade kreditvärderingsinstitut anser instrumentet vara i hög grad kapitalbaserat och även bedömer instrumentet som en generator för högre kreditvärdighet, anser jag det vara underbyggt att en mandatory convertible är så pass kapitalbaserad så att konvertibeln *kan* tas upp som eget kapital. Innebär konvertibelvillkoren dessutom att förhållandet mellan konvertibelinnehavare och emitterande bolag liknar förhållandet mellan aktieägare och bolag ökar sannolikheten för en klassificering som eget kapital. Sådana villkor kan t.ex. innebära risktagande, ett påtagligt marknadsberoende och möjligheten att tillgodose ett kortsiktigt avkastningskrav. Om villkoren anger att en tvångskonvertering skall ske vid en likvidationssituation i emitterande bolag är det en ytterligare egenskap som tyder på en kapitalbaserad syn.

Angloamerikanska rättssystem har en mer aktieägar- och kapitalvänlig reglering i jämförelse med kontinentaleuropeiska rättssystemen vilka istället har en mer borgenärsvänlig reglering. Detta föranleder att det i

angloamerikanska rättssystem finns en mer tillgänglig marknad för kapitalbaserade finansiella instrument medan det i de kontinentaleuropeiska rättssystemen finns en mer utvecklad marknad för skuldbaserade instrument och upplåning i allmänhet. Som en följd härav etableras kapitalbaserade instrument enklare i angloamerikanska rättssystem. De kontinentaleuropeiska ländernas rättsordningar tenderar att gå ifrån en borgenärsvänlig mot en mer aktieägarvänlig kapitalreglering. En sådan tendens med en reglering som öppnar upp för kapitalbaserade finansieringar framför skuldbaserade leder till att fler typer av kapitalbaserade instrument tillåts. Det svenska erkännandet av mandatory convertibles kan ses som ett led i denna tendens. Att bedöma mandatory convertibles som ett kapitalbaserat instrument ligger således i linje med det större perspektivet vi befinner oss i, eller i vart fall är på väg mot; en mer kapitalfinansieringsvänlig syn och reglering. Tendensen med ett mer egetkapitalvänligt finansieringsklimat ligger som grund för en utveckling där villkoren för mandatory convertibles fortsättningsvis bör ta formen av att vara huvudsakligen kapitalformulerade istället för skuldformulerade. Detta stärker tesen om att emitterande bolag, även fortsättningsvis, direkt skall kunna ta upp mandatory convertibles som eget kapital, i synnerhet när konvertibelvillkoren uttrycker en automatisk konvertering.

# Förord

I samband med att sista punkten nu är satt, inte bara i detta examensarbete, utan även för min studietid – lundatiden! – vill jag framföra ett tack till följande personer. Jag vill främst tacka mina studiekamrater och kamrater. Juristgänget har varit en inte obetydlig komponent för lyckade studier i form av värdefulla diskussioner och vars närvaro underlättat tunga timmar i läsesalen. Nämnt gäng och andra vänner har på ett ytterst trevligt sätt bidragit till att den för studietiden typiska symbiosen mellan studier och nöje på bästa sätt har kunnat upprätthållas. Med beaktande av genomfört examensarbete vill jag tacka min handledare professor Lars Gorton för vägledande och värdefulla kommentarer. Jag vill vidare tacka Erik Sjöman, advokat vid Advokatfirman Vinge, för givande samtal om vinstandels- och kapitalandelslån.

Lund i december 2006.

*Peter Larsson*

# Förkortningar

1944 års aktiebolagslag	Aktiebolagslag (1944:705)
1975 års aktiebolagslag	Aktiebolagslag (1975:1385)
ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
CESR	Committee of European Securities Regulators
FAS	Financial Accounting Standards
FASB	Financial Accounting Standards Board
FT	Förvaltningsrättslig tidskrift
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
JT	Juridisk Tidsskrift
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
NJA	Nytt juridiskt arkiv
Prop.	Regeringens proposition
Prospektdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG
Prospektförordningen	Kommissionens förordning (EG) av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om information i prospekt, dessas format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering
RR	Redovisningsrådets rekommendation
SEC	Securities and Exchange Commission
SOU	Statens offentliga utredningar
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554)

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Finansieringen i ett aktiebolag delas vanligtvis upp i lånefinansierad och kapitalbaserad finansiering. En lånebaserad finansiering innebär att bolaget skuldsätter sig genom upptagande av krediter i någon form. En kapitalbaserad finansiering innebär att bolaget genom en finansiell åtgärd på ett eller annat sätt ökar bolagets egna kapital. En emission av konvertibler utgör enligt ABL ett av fyra tillåtna sätt för ett aktiebolag att öka bolagets egna kapital. Konvertibler skiljer sig åt från andra kapitalbaserade finansiella instrument på så vis att det är brukligt att initialt ta upp konvertiblerna som skuld i räkenskaperna för att senare, vid konverteringen, förflytta beloppet till aktiekapitalet, vilket utgör en del av eget kapital. Konvertibler kan härav sägas vara *hybrida* till sin natur.

Under senare år har allt fler typer av finansiella instrument dykt upp på kapitalmarknaden. Tendensen är att både investerare och emitterande bolag söker finansieringsformer vilka är skräddarsydda för att täcka just deras behov. Flera av de finansiella instrumenten på marknaden är hybrida, vilket innebär att de bär drag av att vara såväl lånebaserade som kapitalbaserade. Instrument som traditionellt sätt setts som lånefinansierade kan vara påtagligt aktieliknande, och aktiebaserade instrument kan inneha villkor vilka gör dem mer lika lånebaserade instrument. Efter införandet av ABL den 1 januari 2006 medger lagen numera fler former av hybrida finansiella instrument än vad som tidigare var tillåtet. ”Mandatory convertibles” är en av dessa former. Signifikant för mandatory convertibles är – i jämförelse med mer traditionella konvertibelformer – att även utställaren, det emitterande bolaget kan besitta rätten att påkalla konvertering. Det är alltså här frågan om en form av put/call option.

Vid en jämförelse av effekterna på bolagets finansiella ställning mellan en egetkapitalbaserad finansiering och en lånebaserad finansiering föreligger det skillnader, och det är situationen i det specifika bolaget som avgör huruvida en kapitalbaserad eller lånebaserad finansiering är att föredra. Båda formerna har för- och nackdelar. T.ex. innebär en lånebaserad finansiering i regel en skattemässig avdragsrätt för räntor medan en motsvarande avdragsrätt inte finns vid egetkapitalbaserad finansiering. Däremot ökar i regel kreditvärdigheten hos bolaget vid en egetkapitalbaserad finansiering medan en lånebaserad finansiering istället tynger bolagets skuldsättningsgrad. Hybrida finansiella instrument ligger i gränslandet mellan eget kapital och främmande kapital. Det är det hybrida instrumentets egenskaper, alltså konvertibelns villkor, som slutligen avgör om aktuellt beloppet skall utgöra en del av bolagets eget kapital eller främmande kapital.

Denna uppsats ämnar utröna huruvida mandatory convertibles aktiebolagsrättsligt kan ses som eget eller främmande kapital i det emitterande bolaget redan innan en eventuell konvertering. I uppsatsen kommer jag således att driva en tes om att mandatory convertibles kan tas upp direkt som eget kapital. Uppsatsen sträcker sig till att granska *några* konvertibelvillkor som presumerar att konvertibeln kan tas upp som eget kapital. Uppsatsen kan med andra ord sägas ligga inom ramen för vad som brukligt sätt benämns *balance sheet management*.

## 1.2 Metod och material

I förevarande uppsats används huvudsakligen en traditionell rättsdogmatisk metod. En sådan metod innebär en tolkning och systematisering utav gällande rätt.<sup>1</sup> Dessutom anläggs ett till omfattningen kortare företagsekonomiskt perspektiv. I uppsatsen använder jag mig av följande rättskällor. Studier och tolkning av lagtext och EG-direktiv företas, samt av förarbeten och EG-förordning. Rättspraxisen på området är relativt begränsad varför denna studeras i en mindre men inte obetydlig omfattning. Däremot studeras doktrin i hög grad.

Råd och rekommendationer från normskapande organ undersöks och beaktas i uppsatsens genomförande. För att lyckas anlägga en något praktisk emfas analyseras börsprospekt, årsredovisningar, pressmeddelande och utgivna rating kriterier, vilka även tjänar till grund för några exemplifieringar.

Frågeställningen har sin utgångspunkt i ett civilrättsligt perspektiv. För att åskådliggöra konvertiblers hybrida karaktär kommer jag använda mig utav ett företagsekonomiskt perspektiv för att visa – mer tekniskt – hur konvertiblernas hybrida egenskaper kommer till uttryck i företagets redovisning.

Inom aktiebolagsrättens används begreppen eget kapital respektive främmande kapital. Inom företagsekonomi är terminologin till viss del en annan. Eget kapital motsvaras av eget kapital medan främmande kapital benämns skuld. Jag kommer att använda mig av båda uttryckssätten. Jag kommer dock huvudsakligen försöka hålla mig till det ekonomiska uttryckssättet när jag talar i företagsekonomiska termer och den bolagsrättsliga när jag talar i bolagsrättsliga termer. I uppsatsen används ibland engelska uttryck. Ibland skrivs även den svenska begreppsmotsvarigheten ut. I de fall då endast det engelska begreppet används beror det på vanskligheten i att hitta *ett* motsvarande svenskt begrepp. Jag har i de fall ansett det vara bättre att använda mig utav det engelska - på kapitalmarknaden etablerade - begreppet.

---

<sup>1</sup> Peczenik (1995), s. 33 f.

## 1.3 Avgränsning

Utgångspunkten i uppsatsen är svensk rätt men utländska utblickar är oundvikliga i och med att kapitalmarknaden idag inte besitter några definitiva nationella gränser. Mandatory convertibles har under en längre tid utgivits av bolag utanför Sveriges gränser. Detta innebär att ett betydligt större antal transaktioner har genomförts på den internationella marknaden än på den svenska vilket föranleder att ett större analysunderlag föreligger om även den internationella marknaden beaktas, vilket därav har gjorts.

Uppsatsen syftar *inte* till att etablera en ”överordnad” klassificering utav mandatory convertibles som antingen eget kapital eller främmande kapital. En sådan uppgift kan rimligen inte genomföras då avtalsfrihet råder vid bestämmandet av konvertibelvillkoren vilket föranleder att varianterna på konvertibler blir oräkneliga, och alltför generella slutsatser blir således problematiska att dra.

En skatterättslig behandling av mandatory convertibles sker inte i uppsatsen. En sådan fördjupning vore intressant, inte minst den till uppsatsens syfte kopplade frågan; *om* mandatory convertibles kan tas upp som eget kapital, kan då räntan ses som avdragsgill?<sup>2</sup> Uppsatsen utelämnar således skatterättsliga aspekter, dock uttrycks vid några tillfällen fördelen av att i en viss situation kunna utnyttja avdragsrätten för räntor. Vid den företagsekonomiska behandlingen utav hybrida konvertibler koncentrerar sig uppsatsen till att utröna *klassificeringsfrågor* och inte *värderingsfrågor*. Uppsatsen stannar vid att granska villkoren för mandatory convertibles. Detta utesluter inte möjligheten för läsaren att analogt dra slutsatser och paralleller till andra liknande konvertibelformer.

## 1.4 Syfte och problemställning

Uppsatsen syftar till att försöka identifiera och belysa olika konvertibelegenskaper/-villkor vilka kan komma att bestämma huruvida konvertibeln bolagsrättsligt kan ses som eget kapital istället för främmande kapital. Det är vidare min ambition att kunna visa betydelsen och konsekvenserna av om en konvertibel utgör en del av ett bolags egna kapital istället för en del av det främmande kapitalet.

Uppsatsen avser beröra såväl emitterande bolags som investerarens intresse. Ibland diskuteras – avseende konvertibelvillkoren – strategiska aspekter för det emitterande bolagets vidkommande, och ibland belyser uppsatsen på motsvarande vis aspekter värda att beakta för en investerare.

---

<sup>2</sup> Frågan uppkom under ett av Stockholm Center for Commercial Law's möten i en diskussion efter Saidac och Wiboms presentation av ”Preferensaktier, konvertibla skuldebrev och andra hybridinstrument”, se kommentaren till Saidac & Wibom *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda* (2004), s. 135.

Uppsatsen syftar huvudsakligen till att svara på följande frågor:

- Vilka konvertibelvillkor (konvertibelns *egenskaper*) krävs för att mandatory convertibles bolagsrättsligt sett skall anses utgöra eget kapital?
- Vilka konsekvenser följer av att konvertibelbeloppet utgör en del av det egna kapitalet istället för en del av det främmande kapitalet i ett bolag?
- Hur ser olika rättssystemens kapitalmarknader på mandatory convertibles? Hur påverkar olika rättssystemens olika regleringar utformningen av konvertibelvillkoren?
- Hur påverkas ett emitterande bolags kreditvärdighet vid utgivande av mandatory convertibles?

## 1.5 Disposition

Uppsatsens andra och tredje kapitel är i övervägande del deskriptiva men till en del även analyserande. Fjärde kapitlet är i hög grad analyserande. Trots en genomgående analys i samtliga kapitel är det avslutande femte kapitlet ett renodlat analyskapitel i vilket jag på ett sammangripande sätt försöker ge uppsatsens analys mer stringens, där anlägger jag dessutom en ytterligare – mer övergripande – analysaspekt.

I uppsatsens andra kapitel redogörs övergripande för aktiebolagets finansieringsformer. Kapitlet syftar till att visa på skillnaderna mellan, och rikligt exemplifiera, finansieringsalternativ dels via eget kapital och dels via främmande kapital. Kapitlet redogör även för s.k. mellanformer vilka bär drag av både eget kapital och främmande kapital.

I tredje kapitlet görs en allmän beskrivning av *konvertibler* och dess hybrida karaktär. För att förmedla konvertiblers hybrida natur ges ur ett företagsekonomiskt perspektiv en överblick hur den hybrida konvertibelformen hanteras inom redovisningen. Exempel ges på konsekvenser i balansräkningen vid en egetkapitalbaserad respektive lånebaserad finansiering. En koppling görs från den företagsekonomiska hanteringen till den bolagsrättsliga betydelsen.

Fjärde kapitlet tar helt fokus på mandatory convertibles. Kapitlet syftar till att utröna huruvida det är möjligt att ta upp konvertibeltypen som eget kapital istället för vad som är för konvertibler mer brukligt, som främmande kapital. För att uppnå detta syfte försöker kapitlet belysa egenskaper och villkor hos en mandatory convertible som presumerar en behandling av hybridinstrumentet som kapitalbaserat.

Det femte och avslutande kapitlet syftar bl.a. till att på ett stringent sätt framhålla de analyser som avhandlats i tidigare kapitel. En analys av mer övergripande karaktär tillförs i detta kapitel. Den övergripande analysen

berör huvudsakligen tendensen på kapitalmarknaden om hur en förflyttning från en borgenärs- och skuldfinansieringsvänlig reglering mot en mer aktieägarvänlig och kapitaltillgänglig regleringen håller på att ske. I den övergripande analysen spekuleras hur samma tendens kommer utvecklas i framtiden, och hur det eventuellt kan komma att påverka utformningen av konvertibelvillkoren för mandatory convertibles.

## 2 Aktiebolagets finansiering

### 2.1 Eget kapital

Kapitalet i ett aktiebolag består av tillgångar av olika slag. Kapitalet utgörs vanligtvis av en kombination av kassa, finansiella tillgångar och andra tillgångsslag. Aktiebolagens kapital brukar delas upp i eget kapital respektive främmande kapital.<sup>3</sup> Eget kapital ses som en restpost mellan bolagets tillgångssida och dess skuldsida.

Det egna kapitalet uppstår vid bolagets tillkomst och utgörs då av bolagets *aktiekapital*<sup>4</sup> (och av eventuella fonder). Storleken på bolagets egna kapital kan senare komma att öka eller minska. Resultatet som uppstår i bolagets verksamhet kommer exempelvis att utgöra en del av det egna kapitalet och kommer därvid att påverka storleken på bolagets egna kapital. En vinst ökar det egna kapitalet och en förlust minskar detta. Vidare kan bolaget vidta olika finansiella insatser för att öka det egna kapitalet. Sådana insatser, t.ex. nyemission, riktar sig främst till bolagets befintliga eller potentiella ägare.

Enligt ÅRL 5 kap. 14 § 1 st. skall ett bolags eget kapital delas upp i *bundet* eget kapital och *fritt* eget kapital eller ansamlad förlust. Under bundet eget kapital skall aktiekapital, uppskrivningsfond, reservfond och kapitalandelsfond tas upp. Under fritt eget kapital skall fria fonder, balanserad vinst, balanserad förlust samt vinst eller förlust för räkenskapsåret tas upp.<sup>5</sup>

Aktiekapitalet påverkas inte av bolagets resultat utan står alltid oberört kvar i bolagets balansräkning som en egen del av det egna kapitalet. Detta skall då utgöra en buffert och ett antal regler har införts för att skydda detta. Aktiekapitalet storlek kan endast ändras genom i lag föreskrivet sätt, t.ex. genom ny- eller fondemission. Aktiekapitalets uppgift i lagens mening är att skydda bolagets soliditet för att tillgodose borgenärers och andra intressenters *säkerhetsbehov*. Aktiekapitalet kan således sägas utgöra bolagets kreditbas i den meningen att aktiekapitalet fungerar som en säkerhet för de skulder bolaget ådragit sig.<sup>6</sup> För att tillgodose detta säkerhetsbehov uppställer ABL kapitalskyddsregler.<sup>7</sup> Huvudtanken med dessa skyddsregler är att bevara bolagets nettobehållning – det egna kapitalet.<sup>8</sup>

---

<sup>3</sup> Nial (2000), s. 213.

<sup>4</sup> Privata aktiebolags kapital skall vara minst 100 000 svenska kronor, ABL 1 kap. 5 § 1 st. För publika aktiebolag skall aktiekapitalet vara minst 500 000 svenska kronor, ABL 1 kap. 14 § 1 st.

<sup>5</sup> Från och med den 1 januari 2006 skall överkursfond tas upp som fritt eget kapital, tidigare togs överkursfond upp som bundet eget kapital.

<sup>6</sup> Danielsson (1952), s. 9 f.

<sup>7</sup> Nial (2000), s. 213 f.

<sup>8</sup> Rodhe (2002), s. 77.

Kapitalanskaffning genom en ökning av det egna kapitalet kan även benämnas som *intern* finansiering. Intern finansiering uttrycker tydligare att det är bolaget självt som står för finansieringen genom insatser från bolagets ägare (eller blivande ägare), och från verksamhetens resultat.

## 2.2 Främmande kapital

En andra möjlig finansieringsform vid aktiebolags kapitalanskaffning är finansiering med främmande kapital. Främmande kapital uppkommer då bolaget skuldsätter sig genom krediter i någon form.<sup>9</sup> Ett lån upptaget hos en bank med löpande ränta är ett exempel på en form av främmande kapital i ett bolag. Främmande kapital kan även uttryckas som *extern* finansiering, då det är just en till bolaget utomstående part som bidrar med kapital, kreditgivaren.

Ur bolagets synvinkel har en finansiering baserad på eget kapital i flera fall fördelar framför finansiering genom främmande kapital. En ökning av det främmande kapitalet genom en upplåning ökar följaktligen bolagets skuldsättning. En stor skuldsättning utgör en belastning för företaget, då bolaget förbundit sig att för en bestämd tid betala räntor, detta oavsett om verksamheten genererar ett positivt eller negativt resultat. Således föranleder en hög skuldsättning en viss tröghet och oelastiskhet i företaget. En hög skuldsättning kan dessutom sända företagsekonomiska negativa signaler, och kan resultera i att en kreditgivare ges möjlighet till att ur företagsekonomisk synpunkt utöva ett ogynnsamt inflytande.<sup>10</sup> Å andra sidan kan goda resultat i bolag med en hög andel främmande kapital leda till att aktieägarna kan få högre utdelning.

Kommentarerna kring skuldsättningens inverkan på dels bolagets verksamhet och dels dess inverkan vid bedömningar av bolaget kan inte sägas i alltför generella termer. Konjunkturen och dess svängningar påverkar nämligen till viss del bolagets relation till dess skuldsättning. Värdet på lånekapitalet är okänsligt för konjunkturläget om företaget går bra. Under normala och i starka konjunkturlägen är det främmande kapitalets värde oberoende av hur bra det går för bolaget. Skuldernas värde påverkas emellertid om bolaget går riktigt dåligt under svaga konjunkturlägen.<sup>11</sup> En hög skuldsättning hos t.ex. en stor bank kan dock innebära fördelar. Banken kan t.ex. tillhandahålla tjänster såsom rådgivning. Av betydelse för bolaget, och till fördel för främmande kapital som finansieringsform, är den skattemässiga möjligheten till avdragsrätt för skuldräntorna. Motsvarande möjlighet till avdrag finns inte för vinstutdelning.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> Nial (2000), s. 216.

<sup>10</sup> Nial (2000), s. 216 f.

<sup>11</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s. 194 f.

<sup>12</sup> Nial (2000), s. 216 f.

## 2.3 Mellanformer

Några finansieringsformer kan sägas utgöra *mellanformer* mellan eget kapital och främmande kapital. Utmärkande för dessa är att de bär karaktärsdrag av både egetkapitalbaserad respektive främmandekapitalbaserad finansiering. Mellanformerna har ofta initialt karaktären av främmande kapital för att senare övergå till att vara eget kapital.<sup>13</sup>

Konvertibler och teckningsoptioner är två finansieringsformer som kan klassificeras som mellanform. Till skillnad från nyemissioner där inbetalat kapital direkt utgör aktiekapital - och således en del av det egna kapitalet - har konvertibler och teckningsoptioner en längre sträcka att gå innan, eller huvudtaget om, det kommer att utgöra del av bolagets egna kapital. Vid en nyemission inkommer kapitalet till bolaget i regel relativt nära inpå utgivandet av teckningsmöjligheten - ofta omkring ett halvt år - medan konvertibler och teckningsoptioner kan vara villkorade att löpa under en betydligt längre tid.<sup>14</sup> Detta utesluter förstås inte att en konvertibels villkor tillåter en *snabb* konvertering efter det att konvertibelns väl har blivit utställd, varför konvertibler bör övervägas som finansieringsform vid ett alarmerande behov av kapital.<sup>15</sup>

Två andra mellanformer är vinstandelslån och kapitalandelslån. Dessa två låntyper innebär att ett bolag upptar ett lån mot villkor som bygger på den ekonomiska utvecklingen i bolaget.<sup>16</sup> Ett vinstandelslån innebär, som namnet vittnar om, en föreliggande rätt till andel av vinsten i bolaget. Rätten till delaktighet i bolagets vinst kan utformas på olika sätt. Ett vinstandelslån är ofta utformat så att avkastningen på lånet är kopplat till - och således beroende av - storleken på vinstutdelningen i bolaget.<sup>17</sup> Vad avser kapitalandelslån gäller däremot att *återbetalningsbeloppet* görs beroende av bolagets framtida finansiella ställning.<sup>18</sup> I 1944 och 1975 års aktiebolagslag var kapitalandelslån inte tillåtna, vilket hade sin bakgrund i Kreugerkraschen i början av 1930-talet. Kreuger & Toll-bolagen gav ut kapitalandelslån vilka blev värdelösa när bolagen gick i konkurs. Av NJA 1935 s. 642 framgår det att aktiebolaget Kreuger & Toll hade utgivit en form av kapitalandelslån, s.k. *participating debentures*, vilka i händelse av bolagets likvidation skulle inlösas först efter det att bolagets samtliga övriga skulder hade reglerats. Det tidigare förbudet motiverades med att kapitalandelslånet utgjorde en form av rösträttslöst aktieäggande.<sup>19</sup> Det finns

<sup>13</sup> Sandström (2005), s. 98 f.

<sup>14</sup> Sandström (2005), s. 121.

<sup>15</sup> Exempelvis emitterade A-Com AB:s tvingande konvertibler den 6 februari 2006 för att sedan konvertera dem den 30 mars 2006. Konverteringen gjorde att bolaget ökade sin soliditet till 40 procent, vilket innebar att företaget stod finansiellt strakare än vad de gjort på fem år., A-Com AB:s pressmeddelande den 30 mars 2006. Jfr även situationen där bolag i en finansiellt trängd situation fått anställda att låna ut pengar mot erhållande av konvertibler, se bl.a. NJA 1996 s. 3 och NJA 1999 s. 304.

<sup>16</sup> Sandström (2005), s. 99.

<sup>17</sup> Mattsson (1977), s. 177.

<sup>18</sup> Prop. 2004/05:85, s. 368.

<sup>19</sup> af Sandeberg (2006), s. 149.

idag fortfarande ett förbud mot att ge ut aktier utan rösträtt.<sup>20</sup> Av förarbetena framgår det emellertid att förbudet av kapitalandelslån har tagits bort på grund av att företag anses få använda de finansieringsformer de själva anser vara lämpliga så länge aktieägarna, borgenärerna och andra intressenter inte utsätts för några oacceptabla risker eller olägenheter.<sup>21</sup> Av ABL 11 kap. 11 § framgår det att beslut om ett bolag skall ta upp ett vinstandelslån eller kapitalandelslån skall fattas av bolagsstämman. I förarbetena motiveras kravet på stämmobeslut med att villkoren för vinstandelslån eller kapitalandelslån kan vara så betungande för bolaget att beslutanderätten skall ligga hos aktieägarna. Villkoren kan nämligen begränsa utrymmet för framtida vinstutdelningar i bolaget. Bolagsstämman kan bemyndiga styrelsen att fatta beslut om upptagande av vinstandelslån eller kapitalandelslån.<sup>22</sup>

Aktieägartillskott utgör en tredje grupp av mellanformskapital. Ett aktieägarstillskott innebär helt enkelt att en eller flera aktieägare (eller annan person) tillskjuter bolaget kapital, det sker alltså en *direkt* ökning av bolagets egna kapital. Aktieägartillskott brukar bl.a. komma ifråga när ett bolag befinner sig i en likvidationssituation på grund av kapitalbrist.<sup>23</sup> Aktieägartillskott är benefika till sin karaktär, med andra ord vederlagsfria. Detta innebär att tillskottet i egentlig mening ”går förlorat” då det satsade kapitalet inte ger någon andel i bolaget vilket ett *vanligt* aktieköp gör. Å andra sidan kan det i en kapitalbristsituation vara just aktieägartillskottet som gör att företaget överhuvudtaget kan fortsätta bedriva verksamheten. Det förekommer både *villkorade* och *ovillkorade* aktieägartillskott. Vid ett villkorat tillskott uppställs krav om återbetalning. Ett sådant krav måste bokföras som skuld i bolaget vilket kan vara olämpligt i en kapitalbristsituation. Skuldföringsproblematiken vid ett villkorat aktieägartillskott kan lösas genom att återbetalningen regleras i ett aktieägaravtal. Vid en reglering i ett aktieägaravtal förpliktas bolaget att betala tillbaka tillskjutet belopp till aktieägarna så fort bolagets aktiekapital är täckt och det återigen finns tillräckligt med eget kapital i bolaget.<sup>24</sup>

En ytterligare mellanform för finansiering är *preferensaktier*. Preferensaktier karaktäriseras av att de har en särskild rätt till bolagets tillgångar och/eller vinster. Om det finns aktier av olika slag i ett bolag, benämns de aktierna som inte innehar denna särskilda rätt *stamaktier*. En preferensakties *särskilda rätt* innebär oftast företräde framför stamaktien vid vinstutdelning (s.k. utdelningspreferens) eller företräde vid utdelning i en likvidationssituation (s.k. likvidationspreferens). Utöver just nämnda företrädesrätter kan villkoren för preferensaktier innefatta en inlösenrätt. Inlösenrätten innebär att investeraren erhåller en rättighet att kunna få aktieinnehavet omvandlat till kontanta medel. Bolaget åläggs med andra ord en skyldighet att på investerarens begäran nedsätta sitt aktiekapital. En

---

<sup>20</sup> 4 kap. 5 § ABL.

<sup>21</sup> Prop. 2004/05:85, s. 368.

<sup>22</sup> Prop. 2004/05:85, s. 367 ff.

<sup>23</sup> Sandström (2005), s. 99.

<sup>24</sup> Sandström (2005), s. 326 f.

sådan ”inlösenskonstruktion” är tillåten enligt ABL under förutsättning att vissa omständigheter föreligger.<sup>25</sup>

Ur investerarens synvinkel är preferensaktier ett fördelaktigt placeringsalternativ. Investeraren kan ta del av bolagets kursuppgång och finansiella framgångar fast mot en lägre risk än vad en placering i stamaktier hade inneburit. Det som gör preferensaktien till en mellanform är att investerarens fördelar – exempelvis företrädesrätten till vinstutdelning – ”kompenseras” genom att rösträtten på ett inte obetydligt sätt kan försvagas gentemot de andra aktieslagen. Att ägarandelen ”tas bort” innebär att karaktären av preferensaktien *drar* sig mot *främmande* kapital. Med beaktande av ovanstående får således en preferensaktieägare en svagare ägarställning än stamaktieägaren, och följaktligen en mer begränsad möjlighet att påverka beslutandet i bolaget. Sett ur investerarens perspektiv kan denna aspekt vara av mindre betydelse. En investerarens primära mål är i regel god avkastning, inte att få möjligheten att göra sin röst hörd på bolagsstämman. Företagsledningens inställning är däremot den omvända, de ser det som positivt att investeraren får så lite kontroll som möjligt i bolaget.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> Nyman (2002), s. 54 ff.

<sup>26</sup> Nyman (2002), s. 56 f.

# 3 Konvertiblers hybrida karaktär

I detta kapitel diskuteras det konvertibla skuldebrevets hybrida natur. En överblick av hur konvertibler hanteras inom redovisningen ges ur ett företagsekonomiskt perspektiv för att förmedla instrumentets hybrida svårhanterlighet. Den företagsekonomiska hanteringen avspeglar sig i bolagets räkenskaper. En koppling görs mellan den företagsekonomiska hanteringen och den bolagsrättsliga betydelsen.

## 3.1 Allmänt

Konvertibla skuldebrev kallas i vardagligt tal för *konvertibler*.<sup>27</sup> Begreppet ”konvertibel” används även numera i ABL för skuldebrev som kan konverteras till aktier, tidigare (i 1975 års aktiebolagslag) användes ”konvertibelt skuldebrev” som begrepp.<sup>28</sup> Aktiebolag har haft möjligheten att emittera konvertibler sedan 1973.<sup>29</sup> Ett utbyte av konvertibler mot nya aktier utgör enligt 11 kap. 1 § ABL ett utav fyra tillåtna sätt för ett bolag att öka sitt aktiekapital.<sup>30</sup> Ett konvertibelt skuldebrev kan sägas bestå av två komponenter; skuldebrevet och en konverteringsrätt.<sup>31</sup> I 11 kap. 4 § ABL uttrycks följande definition av en konvertibel:

”en skuldförbindelse som har getts ut av ett aktiebolag mot vederlag och som ger innehavaren, viss man eller viss man eller order rätt eller skyldighet att helt eller delvis byta sin fordran mot aktier i bolaget”

Ur ABL:s definition av konvertibler framgår således att ett skuldebrevs *karaktär* kan variera vitt, beroende utifrån vad emitterande bolag och fodringstagare villkorat. Härav vill jag – med beaktande av definitionen – i punktform tydliggöra några karaktärsdrag som kan få betydelse för inte bara konvertibelns rättsliga innebörd, utan även för dess behandling i räkenskaperna.

- Vederlagsformen; kontant eller apport.
- Skuldebrevets beskaffenhet; enkelt eller löpande skuldebrev.<sup>32</sup>
- Regler för ett *normalt* skuldebrev, t.ex. skuldebrevets nominella belopp och löptid, räntefot och tiden för räntans erläggande.<sup>33</sup>

<sup>27</sup> Rodhe (2002), s. 59.

<sup>28</sup> Prop. 2004/05:85, s. 332.

<sup>29</sup> SOU 1971:15, s. 187.

<sup>30</sup> De andra tre tillåtna formerna för att öka aktiekapitalet är genom fondemission, nyemission eller utnyttjande av utgivna teckningsoptioner, 11 kap. 1 § ABL.

<sup>31</sup> Pehrson *Festskrift till Gotthard Calissendorf* (1990), s. 221.

<sup>32</sup> Prop. 2004/05:85, s. 343. Möjligheten att utfärda konvertibla skuldebrev som enkla skuldebrev är nytt från och med ABL:s införande., prop. 2004/05:85, s. 659.

<sup>33</sup> Pehrson *Festskrift till Gotthard Calissendorf* (1990), s. 221.

- Huruvida innehavaren skall ha en *rätt* eller en *skyldighet* till att konvertera fordran till aktieinnehav.
- Andelsstorleken av fordran som kan bytas ut till aktier.
- Konverteringsvillkor i övrigt

De villkor som avtalas mellan det emitterande bolaget och fordringsägaren kan delas upp i två kategorier. Bolaget och fordringsägaren avtalar dels om de villkor som rör mellanhavandet mellan parterna innan en eventuell konverteringen sker, dels villkoren för själva konverteringen.<sup>34</sup>

Konverteringsutfästelsens villkor fastställer vid vilken *tid* fordringsägaren skall kunna påkalla en konvertering.<sup>35</sup> Från och med aktiebolagslagens införande den 1 januari 2006 tillåts numera även det emitterande bolaget att påkalla konvertering, varför båda parter numera i högre utsträckning måste beakta *när* konverteringsvillkoren skall tillåta en konvertering att ske.<sup>36</sup> Det centrala, och kanske det viktigaste konverteringsvillkoret är till vilken kurs konverteringen skall ske. I detta avseende anges i villkoren det fordringsbelopp som ger rätt till en ny aktie. Detta belopp benämns konverteringskursen.<sup>37</sup> Det är just resultatet utav en eventuell konvertering till angiven konverteringskurs som jämförs med den aktuella aktiekursen för att utvisa om det är en god eller en dålig affär att utföra konverteringen.

Konvertibler kan sägas ha en hybrid karaktär då konvertibla skuldebrev är en blandform av ett lån (skuld) och en investering (kapital). I övergripande ord ses konvertiblerna hos det emitterande bolaget initialt som ett lån och bokförs således som en skuld. Efter konverteringen sker en förskjutning av aktuellt konverteringsbelopp från att ha karaktären av lån till att utgöra en del av bolagets aktiekapital. Efter konverteringen bokförs således konverteringsbeloppet som en del av bolagets egna kapital, och inte som en skuld eftersom det övergår till att vara aktiekapital.<sup>38</sup>

Det finns dock inget uttalat hinder för det emitterande bolaget att direkt ta upp konvertibelbeloppet som eget kapital. Detta borde vara möjligt när det emitterande bolaget utifrån de avtalade konverteringsvillkoren *säkert* vet att en konvertering kommer att ske.<sup>39</sup> T.ex. vid situationen då en framtida automatisk konvertering kommer ske eller om konverteringskursen skulle vara satt löjligt lågt. Ett mer utförligt företagsekonomiskt resonemang kring bestämmandet av konvertiblers karaktär sker i nästa underkapitel.<sup>40</sup>

Som tidigare framhållits kan ett konvertibelt skuldebrev förenklat sägas utgöra en kombination av en köptionsrätt till aktier i bolaget och ett skuldebrev. ”Skuldebrevsdelen” kan sägas vara ett relativt fast och orörligt

---

<sup>34</sup> Rodhe (2002), s. 59.

<sup>35</sup> Rodhe (2002), s. 59.

<sup>36</sup> 11 kap. 4 § ABL.

<sup>37</sup> Rodhe (2002), s. 59.

<sup>38</sup> Prop. 2004/05:85, s. 331.

<sup>39</sup> Artsberg (2005), s. 302 f.

<sup>40</sup> Se kap. 3.2.2.

instrument där villkoren (t.ex. räntan) fastslås innan konvertibelns löptid. Däremot ter sig ”optionsdelen” och dess samhörighet med skuldebrevsdelen mer intressant. Konvertibelns optionselement blir mer värt då aktiens volatilitet och risk ökar. Det uppstår härmed ett samspel mellan de två komponenterna. När konvertibelns optionselement ökar i värde kompenserar den ökningen i princip minskningen av värdet på den andra komponenten, det enkla skuldebrevet, som inträffar när risken i bolaget ökar.<sup>41</sup>

Utgivandet av konvertibla skuldebrev innebär att förhållandet mellan eget kapital och främmande kapital blir variabelt vilket förorsakar en viss osäkerhet i kapitalstrukturen. En sådan osäkerhet kan leda till en viss uppluckring av den finansiella självbestämmanderätten i bolaget. När en konvertering väl sker kommer den nämligen att innebära en viss utspädning av aktiekapitalet. Utspädningen kan i sin tur påverka räntabiliteten, utdelningen och även aktiekursen. Vidare kan konverteringen även innebära att ägarförhållandet och således maktstrukturen ändras efter en genomförd konvertering. Det skall dock framhållas att tillförandet av kapital till bolaget oftast innebär en fördel som uppväger nackdelarna för aktieägarna.<sup>42</sup>

## **3.2 En företagsekonomisk och aktiebolagsrättslig relation**

### **3.2.1 Redovisningens roll och betydelse**

Redovisningen spelar en viktig roll vid värdering av företag. Storleken på olika redovisningsposter samt nyckeltal baserade på räkenskaperna utgör ett viktigt underlag för bedömningar och jämförelser av företag. Uppgifter från balans- och resultaträkningarna utgör även en viktig faktor i olika intressenters beslutunderlag. Bland intressenterna torde det i synnerhet vara långgivare samt befintliga och presumtiva ägare som vid beslut om kreditgivning respektive investeringsbeslut granskar och analyserar bolagets uppgifter i räkenskaperna. Mot bakgrund av detta blir redovisningsmetoden av konvertibler en viktig fråga eftersom möjligheten finns att konvertibelbeloppet - vilket inte sällan är av betydande storleken - redovisas antingen som skuld eller kapital.<sup>43</sup> Lagstiftningen och normreglerna på redovisningsområdet utgör dessutom en viktig roll i den totala regleringen av företag och dess verksamhet. Reglerna kan ses som ett supplement till de aktiebolagsrättsliga reglerna. Reglerna får således en kompletterande roll vid t.ex. affärsuppgörelser av olika slag, vid obeståndssituationer, vid ansvarsfrågor och vid frågan om brott föreligger.<sup>44</sup> Således kan den företagsekonomiska hanteringen av konvertibler i räkenskaperna få aktiebolagsrättslig betydelse i situationer av dessa slag, emellertid endast i kompletterande form. Reglerna och rekommendationerna på

---

<sup>41</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s. 216.

<sup>42</sup> Borgström (1970), s 15.

<sup>43</sup> Schuster (1995), s. 1.

<sup>44</sup> Edenhammar & Thorell (2005), s. 22.

redovisningsområdet kan även sägas utgöra ett led i rättsordningarnas skyddsregler för investerare.<sup>45</sup> Årsredovisningslagen, bokföringslagen och till dem hörande redovisningsseder och rekommendationer kan även sägas utgöra en del av borgenärsskyddsreglerna.<sup>46</sup>

## 3.2.2 Den företagsekonomiska hanteringen av konvertibler

### 3.2.2.1 Begreppsskillnaden mellan kapital och skuld - och konvertiblers svårhanterlighet

Inom redovisningens teori brukar följande tre kriterier uppställas för definition utav en skuld.<sup>47</sup>

- Det skall föreligga ett befintligt *åtagande* för företaget.
- Åtagandet skall ha föranletts utav av en *inträffad* händelse.
- Åtagandet förväntas föranleda ett *utflöde* från företaget av resurser som innefattar ekonomiska fördelar.

Vad gäller *åtagandet* skall det poängteras att det är brukligt att i begreppet inläsa innebörden att åtagandet skall vara bestämt i *tid* och till *belopp* för att klassificeras som skuld. Denna aspekt beaktas vid ett särskiljande mellan skuld och kapital. En ägares satsade kapital har inte en bestämd förfallotid varför sådant belopp - företagsekonomiskt sett - inte utgör skuld.<sup>48</sup> Det kan dock i mer allmänna termer sägas att aktiebolaget har en skuld till sina aktieägare i och med att investerat belopp (beaktat dagskursen) skall betalas tillbaka när aktieägaren så önskar.

Det förekommer vissa faktorer som underlättar klassificeringen av skuld och kapital. I det följande framhävs faktorer som är karaktäriserande för begreppen skuld respektive kapital vid bestämmandet av en konvertibels karaktär inom redovisningen. Om en fordringshavare har en legal rätt att kunna *påtvinga* en återbetalning talar det för att instrumentet har en karaktär av skuld, en aktieägare har normalt inte denna möjlighet. Ett lån löper med en *periodisk ränta*, och om räntan inte betalas ackumuleras den och som följd ökar skulden. Detta skall jämföras med en aktieägare som endast kan kräva *utdelning* om det finns medel till det i bolaget och om bolagsstämman dessutom beslutar om utdelning av medlen. Utdelningen kan emellertid utebli om bolaget beslutar att ingen utdelning skall ske, t.ex. till förmån för ett framtidsprojekt. En långgivare har typisk sätt *förtur* framför aktieägarna vid en eventuell konkurs. Vidare så har en långgivare normalt ingen *rösträtt* (det kan dock förekomma lånevillkor där långgivare kan utöva visst inflytande i bolagets agerande). En aktieägare har rösträtt och således

<sup>45</sup> La Porta m.fl. *Journal of Political Economy* (1998), s. 1151 f.

<sup>46</sup> Nerep (1994), s. 11.

<sup>47</sup> Artsberg (2005), s. 184.

<sup>48</sup> Artsberg (2005), s. 184, 302.

möjlighet att påverka bestämmandet i bolaget. En akties *marknadsvärde* påverkas av företagets framgångar och vinst- och utvecklingsprognoser. En skuld, t.ex. ett lån påverkas inte av företagets framgångar och utvecklingsmöjligheter utan behåller det avtalade värdet.<sup>49</sup>

Parternas *avsikt* med utgivandet/införskaffandet har betydelse vid klassificeringen av konvertibelns som en investering eller ett lån. När fordringshavaren har visat en *riskvillighet* och placeringen syftar till en långsiktig värdeutveckling bör konvertibelns klassas som aktieinnehav. Om fordringshavaren istället visar riskaversion, och ställer krav på säkerhet bör konvertibelbeloppet ses som ett lån. Det emitterande *bolagets situation* kan även ligga till grund för en klassificeringsbedömning. Befinner sig det utgivande bolaget i finansiella svårigheter med en låg soliditet talar detta för att konvertibelns skall klassas som kapital, för inget bolag skulle vara villigt att låna ut pengar till ett företag i en sådan situation. Om det konvertibla skuldebrevet ges ut till en part som redan är aktieägare i bolaget torde detta vara ytterligare en indikation på att konvertibelns kan klassificeras som kapital.<sup>50</sup>

Det finns inga enhetliga regler för hur konvertibla skuldebrev skall redovisas. Det har dock genom åren utvecklats några ”huvudmetoder” vilka kan sammanfattas med att det konvertibla skuldebrevet vanligtvis skall redovisas antingen som en skuld eller som en del skuld och samtidigt som en del eget kapital under löptiden.<sup>51</sup> Utöver huvudmetoderna har det även utvecklats accepterade metoder vilka emellertid kan ses som varianter eller blandningar av huvudmetoderna.<sup>52</sup> Hur som helst torde det inte gå att hitta *en* metod som är lämplig att använda för alla typer av konvertibla skuldebrev. Med beaktande av detta går det att sluta sig till att redovisningsmetoden för ett konvertibelt skuldebrev är beroende av konvertibelns *egenskaper*. Konvertibelns egenskaper bestäms av de villkor (både för löptiden och för själva konverteringen) som avtalats för den aktuella konvertibelns.<sup>53</sup>

### 3.2.2.2 IAS 32 och RR 27

Från och med den 1 januari 2005 är svenska *börsnoterade* bolag skyldiga att följa internationella redovisningsstandarder i sin *koncernredovisning*. Standarderna vilka har antagits av EG-kommissionen syftar till en internationell harmonisering.<sup>54</sup> RR 27 är *baserad* på den internationella standarden IAS 32 och är vägledande vid klassificering av finansiella instrument för svenska bolag som inte *måste* tillämpa IAS 32. Det skall

---

<sup>49</sup> Artsberg (2005), s. 303.

<sup>50</sup> Artsberg (2005), s. 303 f.

<sup>51</sup> Schuster (1995), s. 20.

<sup>52</sup> Schuster (1995), s. 28 ff.

<sup>53</sup> Schuster (1995), s. 186.

<sup>54</sup> Internationell redovisningsstandard i Sverige – IFRS/IAS 2005, s. 3.

påpekas att dessa svenska bolags möjlighet till att avvika från de internationella koncernredovisningsreglerna är relativt stor.<sup>55</sup>

Av IAS 32 p. 15 framgår det att ett emitterande bolag skall redovisa beloppet antingen som finansiell skuld, finansiell tillgång eller som eget kapital *beroende på* ”den ekonomiska innebörden av de villkor som gäller för instrumentet”. Vad avser sammansatta finansiella instrument som inte är ett derivat, t.ex. ett konvertibelt skuldebrev, uttrycker IAS 32 p. 28-29 att en *utvärdering* skall ske av instrumentets villkor för att fastställa huruvida instrumentet innehåller en skulddel och en kapitaldel. Har det finansiella instrumentet två delar skall de särredovisas. Ett konvertibelt skuldebrev består av en lånedel och en optionsdel. Dessa två delar skall särredovisas och således tas upp var för sig, aningen som finansiell skuld, finansiell tillgång eller som egetkapitalinstrument. Redovisningsreglerna för bestämmandet av uppdelningen av konvertiblernas olika delar är komplicerade och föranleder svårigheter i dess tillämpning.<sup>56</sup>

### 3.2.2.3 FASB

Det amerikanska normgivningsorganet *FASB* har utgivit en standard, FAS 150<sup>57</sup> som ger vägledning vid klassificeringen av konvertibler och liknande instrument som bär karaktärsdrag av både skuld och kapital. Standarden riktar sig till *utställaren* och syftar till att underlätta för denne att klassificera och värdera hybrida finansiella instrument. Standarden är ett resultat av den tidigare utgivna FASB Exposure Draft, “Distinguishing between Liability and Equity Instruments and Accounting for Instruments with Characteristics of Both”. FAS 150 har likt dess föregående förslag samma grundval att vägledning skall hämtas i *relationen* mellan utställaren och fordringstagare vid distinktionen av huruvida ett hybridinstrument skall karaktäriseras som skuld eller kapital.

FASB genomför ett projekt för att förbättra redovisningen av finansiella instrument. Projektet syftar till att upprätta en fullständig standard för klassificeringen av finansiella instrument som bär karaktärsdrag av både skuld och kapital. En sammanfattning av projektets hittills gjorda arbete är publicerat, dock gäller förslaget ännu inte utan tidigare rekommendationer är de vägledande. Ett preliminärt utkast väntas vara klart under andra kvartalet 2007.<sup>58</sup>

Den förbättrade standarden syftar bl.a. till att ge intressenter bättre och tydligare information om företags förpliktelser om att i framtiden emittera aktier. Projektet utförs i samarbete med IASB, och principerna utvecklas således i konvergens med IASB. Arbetet har fortskridit så att två

---

<sup>55</sup> Thorell *JT* (2005/06), s. 367.

<sup>56</sup> Edenhammar *Balans* (2004).

<sup>57</sup> FASB Standards No. 150 *Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity*.

<sup>58</sup> <http://www.fasb.org/project/liabeq.shtml> (13 september 2006).

ägarbaserade lösningar har behandlas, i en av dem begagnas en smalare definition av kapitalbegreppet. På agendan står nu en mer sannolikhetsbaserad lösning som baseras på hanteringstekniker för villkorade fordringar.<sup>59</sup>

### 3.2.3 Aktiebolagsrättslig relevans

Det framgick av tidigare underkapitel (3.2.2) att det i den företagsekonomiska redovisningen inte finns någon allmän klar auktoritativ regel för hur konvertibla skuldebrev skall redovisas. Det finns vägledningar och rekommendationer. Dessa utgör dock inte lag utan syftar just till att vara normskapande. Det framgår av 2 kap. 3 § 2 st. ÅRL att rekommendationer och allmänna råd får frångås så länge avvikelsen nämns i not. I slutändan bör det således vara den/de ekonomiskt ansvarige/a i bolaget som bedömer och motiverar konvertibelns karaktärsdrag och beslutar om dess redovisning. En sådan bedömning kan i högsta grad vara vanskelig att genomföra. Redovisningsregler är så pass komplicerade i detta avseende varför det är nästan praktiskt omöjligt att på ett objektiva sätt tillämpa dem.<sup>60</sup> I detta avsett vill jag visa vilken bolagsrättslig betydelse det företagsekonomiska resultatet av karaktäriseringen av en konvertibel kan få.

Det skall framhållas att en konvertibels klassificering i balansräkningen beror på den ekonomiska innebörden av de villkor som gäller för konvertibelns, inte konvertibelns juridiska form. I normalfallet sammanfaller den ekonomiska innebörden med den juridiska klassificeringen, men så är nödvändigtvis inte alltid fallet. Exempelvis förekommer instrument vilka juridiskt sätt är utformade som eget kapital men i ekonomisk kontext ses som en skuld.<sup>61</sup> Det finns således ingen ”lag” som stipulerar att en aktiebolagsrättslig klassificering av ett finansiellt instrument måste överrensstämma med den företagsekonomiska, och vice versa. Ur en skatterättslig synpunkt kan det dock inte uteslutas att det skulle bli den företagsekonomiska karaktäriseringen som blir den härskande om en eventuell skillnad skulle föreligga.<sup>62</sup>

Den företagsekonomiska karaktäriseringen, eller tydligare uttryckt konvertibelns behandling i redovisningen, torde kunna få bolagsrättslig betydelse för bolaget i ”goda” tider. Ur aktiebolagsrättslig synpunkt borde det dock när frågan ställs på sin spets vara ABL:s tvångslikvidationsregler och domstolarnas behandling av dem som kommer vara avgörande vid konvertibelns klassificering som eget eller främmande kapital. I tider då ett bolag lider utav kapitalbrist torde redovisningsmässiga rekommendationer och vägledningar om hur konvertibler skall bokföras inte spela någon avgörande roll. När ett företag befinner sig på ruinens brant och

<sup>59</sup> <http://www.fasb.org/project/liabecq.shtml> (13 september 2006).

<sup>60</sup> Edenhammar *Balans* (2004).

<sup>61</sup> IAS 32 p. 18 1 st.

<sup>62</sup> Saidac & Wibom *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda* (2004), s. 135 f.

tvångslikvidationsreglerna är tillämpliga blir det ytterst en fråga om huruvida personligt ansvar föreligger eller ej, och det enligt ÅRL<sup>63</sup> grundläggande kravet att räkenskaperna skall visa en rättvisande bild torde *inte* stå i förgrunden. Inte minst visar domstolen i NJA 1988 s. 620 att det föreligger en knivskarp skillnad mellan eget och främmande kapital i en likvidationssituation. Mot bakgrund av vad som just anförts föreligger det således ett intresse hos en bolagsstyrelse att ha vetskap om huruvida konvertibler som bolaget har emitterat klassificeras som eget eller främmande kapital.<sup>64</sup>

## 3.3 Effekter på den finansiella ställningen

### 3.3.1 Konverteringen

Ett gemensamt drag för olika typer av konvertibler är att konverteringen från lånebelopp till aktieinnehav är villkorat på så sätt att en omräkning måste ske. En konverteringskurs för detta ändamål avtalas därav mellan parterna. Det är brukligt att ett visst fordringsbelopp anges som ger rätt till en ny aktie.<sup>65</sup> Konverteringskursen är ofta villkorad till att bestämmas utifrån värdeutvecklingen i det emitterande bolaget. Vinstandelsbevis och kapitalandelslån är två låneformer vilka är nära besläktade med konvertibler, vars ränta respektive återbetalningsbelopp istället för att konverteras till ett aktieinnehav bestäms utifrån bolagets resultat, vinstutdelning eller finansiella ställning.<sup>66</sup> Återbetalningsbeloppet för kapitalandelslån kan alltså bestämmas, och således göras beroende, helt utifrån bolagets framtida finansiella ställning.<sup>67</sup> Kapitalandelslån var inte tillåtet enligt 1944 års och 1975 års aktiebolagslag men har återinförts i ABL.<sup>68</sup> Kapitalandelslån utgör på grund av sin karaktär en hybrid mellan eget och främmande kapital.<sup>69</sup>

Ett bolags resultat, vinstutdelning eller finansiella ställning bestäms utifrån de klassifikationer, värderingar och belopp som presenteras i bolagets räkenskaper. Räkenskaperna i sin tur kan sägas utgöra slutresultatet av bolagets bokföring. Redovisningen av en konvertibel med hybrid karaktär kommer att avgöra huruvida beloppet konvertibeln omfattar kommer att utgöra en skuld eller en del av det egna kapitalet i bolagets räkenskaper. Detta får *direkt* betydelse på så vis att bolaget i räkenskaperna får en högre eller lägre skuldsättning – respektive ett större eller mindre eget kapital - beroende på hur konvertibeln klassificeras. Klassificeringen kan dessutom *indirekt* få betydelse för finansiella transaktioner som det emitterande bolaget företar under konvertibelns löptid. Exempelvis om bolaget skall

---

<sup>63</sup> 2 kap. 3 § ÅRL.

<sup>64</sup> Saidac & Wibom *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda* (2004), s. 136.

<sup>65</sup> Rodhe (2002), s. 59.

<sup>66</sup> Prop. 2004/05:85, s. 367.

<sup>67</sup> Prop. 2004/05:85, s. 368.

<sup>68</sup> Prop. 2004/05:85, s. 664.

<sup>69</sup> Tivéus *SkatteNytt* (2006).

återbetala ett kapitalandelslån som är villkorat att bero på bolagets finansiella ställning. Ytterligare en indirekt effekt visar sig i de nyckeltal som grundar sig i bolagets egna kapital.

### 3.3.2 Direkt effekt

Finansiering genom främmande kapital ökar företagets skuldsättning. En sådan finansiering innebär en viss tröghet jämfört med finansiering genom eget kapital då det utlånade beloppet blir *öronmärkt* i den meningen att den rättsliga ägaren till penningmedlet är borgenären. Det egna kapitalet kan spenderas på ett betydligt *friare* sätt då dess rättmätige ägare är bolaget självt. Givetvis inträder vissa restriktioner enligt lag - inte minst likvidationsreglerna - för hur det egna kapitalet kan användas.

En ökad skuldsättning innebär inte bara en högre skuldpost i balansräkningen utan ger även *incitamentsproblem* som följd. Skuldsättningen påverkar nämligen bolagets investeringsbeslut. Det är framförallt tydligt vid en situation då ett företag löper en påtaglig risk att komma på obestånd. Aktieägarna i ett sådant företag finner ofta att lönsamma investeringar gagnar kreditgivarna på aktieägarnas bekostnad, med följden att lönsamma investeringar inte genomförs. Denna problematik benämner Bergström och Samuelsson som *underinvesteringsproblemet*.<sup>70</sup> Grunden för detta resonemang tar avstamp i en teori av Myers. Han framhåller nämligen att de flesta företag värderas utifrån principen ”going concern” vilket innebär att en bedömning sker utifrån ett visst mönster som innefattar att bolagets värde reflekterar det faktum att företaget förväntas vidta lönsamma investeringar i framtiden. Principen om ”going concern” bör kunna likställas med ”fortlevnadsprincipen”.<sup>71</sup> Dock sker investeringar i företag ofta på diskretionära grunder, och i situationer som är mindre förmånliga investerar företag inte alls.<sup>72</sup> Myers visar att företag som är lånefinansierade och som agerar i aktieägarnas intresse i investeringssituationer väljer andra alternativ än vad ett ej lånefinansierat företag hade gjort, de väljer alternativ som inte alltid är de mest lönsamma. Skuldsättningen kan föranleda att aktieägarnas incitament blir snedvridna vilket innebär att den ekonomiska innebörden av underinvesteringsproblemet blir att värden går förlorade.<sup>73</sup>

### 3.3.3 Indirekt effekt

En konvertibels hantering som antingen eget kapital eller skuld får som ovan antytts indirekta effekter. En aspekt är att om konvertibelbeloppet klassificeras som kapital och således utgör eget kapital, utgör själva konvertibelbeloppet en del av beräkningsgrunden vid upprättande av vissa

---

<sup>70</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s. 197.

<sup>71</sup> NJA 1993 s. 484, s. 504.

<sup>72</sup> Myers *Journal of Financial Economics* (1977), s. 148.

<sup>73</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s. 197 f.

nyckeltal, till skillnad ifrån om beloppet hade tagits upp som skuld. En sådan klassificering borde förespråkas av det emitterande bolaget då dessa nyckeltal blir högre, vilket har en positiv effekt hos potentiella investerare. Vanliga nyckeltal som påverkas i en sådan situation är t.ex. lönsamhetsmättet *räntabilitet på eget kapital*; före respektive efter skatt samt soliditetsmättet *andel eget kapital*. En andra aspekt är att bedömningen och klassificeringen av en konvertibel kan få betydelse för vissa finansiella transaktioner som företaget företar under konvertibels löptid. För att bättre åskådliggöra den indirekta effekten vid transaktioner i bolaget under konvertibels löptid använder jag följande två exempel.

Bolaget A har ett eget kapital om 1 000 000 kr.

Bolaget har skulder om 3 000 000 kr.

Bolaget har upptagit ett vinstandelslån om 600 000 kr (ingår således i skuldbeloppet om 3 000 000 kr).

Vinstandelslånet är villkorat till att löpa med en ränta som utgör 10 procent utav det egna kapitalets värde.

Bolaget har emitterat konvertibla skuldebrev mot ett belopp om 500 000 kr.

Först skall jag visa på effekterna vid betalning av räntan för vinstandelslånet då de konvertibla skuldebreven är bokförda som eget kapital, för att sedan visa på konsekvenserna vid återbetalningen då de konvertibla skuldebreven är bokförda som skuld.

I. Konvertibelbeloppet utgör del av det *egna kapitalet*.

Räntebeloppet:  $1\,000\,000 \times 0,1 = 100\,000$  kr.

II. Konvertibelbeloppet utgör del av *skulden* (EK: 500 000, Sk: 3 500 000)

Räntebeloppet:  $500\,000 \times 0,1 = 50\,000$  kr.

Med beaktande av ovanstående exempel kan det påstås att Bolaget A "tjänar" 50 000 kronor vid räntebetalningen för vinstandelslånet om det konvertibla skuldebreven bokförts som skuld. På motsvarande vis kan det sägas att bolaget "förlorar" 50 000 kronor när beloppet tas upp som eget kapital.

Skulle bolaget däremot ha avtalat att räntebeloppet skulle utgöra 10 procent av skuldposten blir effekten den omvända. När konvertibelbeloppet tas upp som eget kapital "tjänar" bolaget 50 000 kronor, och följaktligen "förloras" motsvarande belopp om konvertibelbeloppet tas upp som skuld.

Ett kapitalandelslån skiljer sig åt från ett vinstandelslån på så vis att det är storleken på *återbetalningsbeloppet*, istället för *räntebeloppet*, som kan

göras beroende av t.ex. bolagets finansiella ställning.<sup>74</sup> Kapitalandelslån kan dessutom vara konvertibla, återbetalningsbeloppet kan alltså konverteras till ett aktieinnehav i emitterande bolag.<sup>75</sup> Ett kapitalandelslån med en konverteringsrätt utgör ett exempel på en ”hybridkonvertibel”, där både investerings- och låneaspekten lyser tydligt. Vid bestämmandet utav konvertibelns karaktär krävs en bedömning av villkoren för konvertibel.<sup>76</sup> Hur bolaget redovisar en konvertibel av denna typ visar ytterligare en situation där den *indirekta* effekten åskådliggörs. Skulle t.ex. ett vinstandelslån vara upptaget med villkoret att räntan är beroende av storleken på det egna kapitalet skulle själva konvertibelbeloppet utgöra en del av beräkningsgrunden för den periodiska räntan om konvertibel klassas som kapital (och således utgöra en del av det egna kapitalet). Skulle däremot det konvertibla kapitalandelslånet bokföras som skuld, utgöra beloppet konvertibel omfattar inte eget kapital och således ej heller beräkningsgrund för den periodiska räntan. Följande exempel åskådliggör effekten.

Bolaget B har ett eget kapital om 2 000 000 kr.

Bolaget har skulder om 2 000 000 kr.

Bolaget emitterar ett konvertibelt kapitalandelslån om 500 000 kr.

Vinstandelslånets ränta är villkorat till att motsvara 10 procent av det egna kapitalet.

I. Det konvertibla kapitalandelslånet bokförs som *eget kapital*.

EK: 2 500 000

Räntan:  $2\,500\,000 \times 0,1 = 250\,000$  kr

II. Det konvertibla kapitalandelslånet bokförs som *skuld*.

EK: 2 000 000 (skuld: 2 500 000 kr)

Räntan:  $2\,000\,000 \times 0,1 = 200\,000$  kr.

Räntekostnaden blir således 50 000 kr ”mindre” för bolaget om det konvertibla kapitalandelslånet bokförs som skuld. Skulle Bolaget B istället ha villkorat räntebetalningen till att utgöra en andel av skuldposten, vore det fördelaktigare för bolaget om konvertibel klassificerades som eget kapital. Räntekostnaden blir *då* på motsvarande vis 50 000 kronor mindre.

---

<sup>74</sup> Samtal med Erik Sjöman, den 6 december.

<sup>75</sup> Tivéus *SkatteNytt* (2006).

<sup>76</sup> Se kap. 3.2.2.2 (IAS 32).

## 4 Mandatory Convertibles – eget eller främmande kapital

I föregående kapitel redogjordes för en konvertibels hybrida karaktär. Kapitlet visade att det kan vara vanskligt och svårt att klassificera en konvertibel, och att resultatet av klassificeringen får betydelse i bolagets finansiella räkenskaper. Från och med den 1 januari 2006 är det enligt svensk lag tillåtet för bolag att ge ut mandatory convertibles.<sup>77</sup> En mandatory convertible är i regel utformad så att både det emitterande bolaget och konvertibelinnehavaren besitter rätten att påkalla konvertering. Detta kapitel syftar till att kartlägga huruvida en mandatory convertible kan klassificeras som eget kapital samt till att belysa konsekvenserna av en klassificering av konvertibeln som antingen *kapital-* eller *skuldbaserad*. Kapitlet syftar *inte* till att hitta en härskande klassificering för mandatory convertibles utan istället till att se vilka faktorer (konvertibelvillkoren) som kan påverka klassificeringen av konvertibeln.

### 4.1 Allmänt

Mandatory convertibles kallas även för *tvingande* konvertibler.<sup>78</sup> Mandatory convertibles skiljer sig från en traditionell konvertibel på så vis att innehavaren av konvertibeln inte bara har en *rättighet* utan kan även ha en *skyldighet* att konvertera sitt innehav från utlånat penningmedel till aktieinnehav. Beroende på vad som avtalats kan alltså en situation uppstå där bolaget kan *tvinga* fordringshavaren till en konvertering. Rätten att påkalla konvertering kan följaktligen tillerkännas konvertibelinnehavaren *eller* bolaget. En mandatory convertible kan dessutom utformas så att rätten att påkalla en konvertering växlar mellan parterna under olika tidsperioder. En mandatory convertible kan även vara villkorad att med automatik övergå från lånebelopp till aktieinnehav vid en bestämd dag vid löptidens slut. Rätten till att påtvinga konvertering kan även villkoras på andra sätt som inte knyter an till vissa givna tidsperioder.<sup>79</sup>

Av förarbetena framgår det i kommentaren till 11 kap. 4 § ABL avseende definitionen av *konvertibler* att ”paragrafen utesluter inte heller att villkoren utformas så att rätten att begära konvertering växlar mellan parterna under olika tidsperioder eller att frågan om vem som har rätt att begära konvertering görs beroende av särskilda emissionsvillkor”. Det framgår inte någon närmare specifikation vad innebörden i ”*särskilda emissionsvillkor*” är, och således inte vilka omständigheter eller faktorer som kan tänkas styra rätten att begära konvertering. Troligtvis avser lagstiftaren att avtalsfrihet

<sup>77</sup> Prop. 2004/05:85, s. 342 f., 659.

<sup>78</sup> Se bl.a. af Sandeberg (2006), s. 155 och prop. 2004/05:85, s. 342.

<sup>79</sup> Prop. 2004/05:85, s. 659.

råder mellan parterna avseende villkoren som styr *när* en konvertering får tvingas fram. Det borde således även vara möjligt att avtala om flera olika tidsperioder under löptiden.

Enligt svensk rätt har det varit tillåtet att utge mandatory convertibles på den svenska finansmarknaden sedan den 1 januari 2006. På den internationella marknaden har konvertibeltypen däremot varit accepterad och flitigt använd under en längre tid. På den amerikanska kapitalmarknaden har mandatory convertibles varit tillåtna sedan 1989.<sup>80</sup> Under de senaste åren har konvertibelformen börjat användas i allt större utsträckning även på den europeiska kapitalmarknaden. Bland några av de första emitterande bolagen kan nämnas Swiss Life som i december 2002 emitterade mandatory convertibles för ett belopp motsvarande 173 miljoner amerikanska dollar. I februari 2003 emitterade Deutsche Telekom AG mandatory convertibles till ett belopp om 2,47 miljarder amerikanska dollar, emittering var den andra emitteringen av mandatory convertibles som någonsin skett i Tyskland.<sup>81</sup> Sedan 1 januari 2006 är det alltså tillåtet även för svenska bolag att emittera mandatory convertibles. I februari 2006 emitterade exempelvis A-Com AB (publ) mandatory convertibles till ett belopp om 12,5 Mkr.<sup>82</sup>

De senaste åren har som ovan framhållits användningen av mandatory convertibles som kapitalanskaffningsmetod ökat i betydlig omfattning inom Europa. Det kan urskönjas en tendens bland de europeiska ländernas lagstiftnings- och regleringsapparater att en viss *liberalisering* äger rum. Sett med svenska ögon har detta skett inte minst genom införandet av ABL den 1 januari 2006. Efter införandet tillåts nämligen numera bl.a. kapitalanskaffningsmetoderna kapitalandelslån och mandatory convertibles. Bland andra europeiska länder kan nämnas att Portugal har infört en ny skattereglering vilken syftar till att göra det enklare att ge ut, köpa och sälja företagsobligationer. Lättnaden syftar till att stimulera den portugisiska kommersiella obligationsmarkanden. Skattereduktioner har även – från och med den 1 januari 2006 – införts för att underlätta för portugisiska bolag att emittera skuldbaserade värdepapper, konvertibler inkluderat.<sup>83</sup>

En bidragande orsak till denna *liberaliseringsvåg* har sin grund i EU-ländernas implementering av bl.a. prospektdirektivet, i vilket lagstiftaren bl.a. avsett att stimulera tillgängligheten på kapitalmarknaden. T.ex. har implementeringen i Portugal inneburit att portugisiska företag numera enklare kan emittera obligationer och konvertibler och följaktligen även enklare kan öka sitt kapital. Bolagen kan numera emittera i sådan utsträckning att de fördubblar det egna kapitalet till skillnad från tidigare då gränsen begränsades till aktiekapitalets storlek. Ändringarna gör det mer

---

<sup>80</sup> Marshall *Euromoney* (2003), s. 8.

<sup>81</sup> "Hengeler advises on Germany's biggest mandatory convertible", *International Financial Law Review* (2003), s. 1.

<sup>82</sup> A-com AB:s pressmeddelande den 6 februari 2006.

<sup>83</sup> "Portugal frees corporate bonds" *International Financial Law Review* (2006), s. 1.

attraktivt och mer skattevänligt för bolagen att emittera obligationer och konvertibler.<sup>84</sup>

## 4.2 Tillvägagångssätt

I mitt försök att belysa de faktorer som karakteriserar en mandatory convertible som eget eller främmande kapital kommer jag som ett verktygsredskap bl.a. använda mig av utsträckningen konvertibeln är att betrakta som *aktierelaterad* eller ej. Utgångspunkten blir således att i desto högre grad instrumentet är aktierelaterat desto större är sannolikheten för att kunna klassificera instrumentet som eget kapital. Vid en första anblick synes frågan om en konvertibel är aktierelaterad eller ej kunna besvaras enkelt. En konvertibel bör presumeras som aktierelaterad i och med att fordringsbeloppet vid en konvertering omvandlas till just ett aktieinnehav. Med beaktande av prospektdirektivets definition av *aktierelaterade värdepapper* förhåller direktivet sig inte lika enkelt till frågan om mandatory convertibles är aktierelaterat eller ej. I en artikel<sup>85</sup> författad av Jens Pohl föranledd av prospektdirektivets implementering i svensk rätt diskuteras frågan huruvida konvertibla skuldebrev i allmänhet och mandatory convertibles i synnerhet är att betrakta som aktierelaterade eller ej vid tillämpningen av prospektdirektivet och lagen om handel med finansiella instrument. För att bestämma huruvida konvertibeln är aktierelaterad kommer jag att dels använda mig av definitionen av *aktierelaterade finansiella instrument* som tillhandhålls i LHF och dels att använda mig av definitionen i prospektdirektivet av *aktierelaterade värdepapper*. LHF:s definition bygger på implementeringen utav prospektdirektivet. Jag skall trots detta behandla dem var för sig, LHF utifrån dess ordalydelse och förarbeten och prospektdirektivet utifrån dess ordalydelse och dess förordning.<sup>86</sup> Förordningen är direkt tillämplig i svensk rätt.<sup>87</sup>

Efter det skall jag anlägga ett renodlat ”aktieägare – långivare/borgenär perspektiv”. Jag kommer även att göra en bedömning utifrån hur likvidationsreglerna behandlar situationen, detta på grund av att det är i en sannolik likvidationssituation som skillnaden mellan eget och främmande kapital verkligen ställs på sin spets. Slutligen skall jag se hur mandatory convertibles har behandlats/klassificeras i vissa praktiska fall, och varför. Jag kommer även att se hur kreditvärderingsinstitut bedömer och klassificerar hybrida finansiella instrument, och hur mandatory convertibles påverkar kreditvärdigheten i emitterande bolag.

---

<sup>84</sup> ”Portugal frees corporate bonds” *International Financial Law Review* (2006).

<sup>85</sup> Pohl *FT* (2006).

<sup>86</sup> Inspiration till att se skiljt på LHF och prospektdirektivet har givits efter att ha läst Jens Pohls artikel ”Något om prospektdirektivets definition av aktierelaterade värdepapper och dess implementering i svensk rätt”, *FT* (2006) häfte 2.

<sup>87</sup> SOU 2004:95, s. 11 samt prop. 2004/05:158, s. 56 f.

## 4.3 Prospektdirektivet

Prospektdirektivet är ett utav flera EU-direktiv som bl.a. syftar till att underlätta rörligheten och tillgängligheten på den europeiska kapitalmarknaden.<sup>88</sup> Prospektdirektivet innehåller även en relativt omfattande definitionsartikel.<sup>89</sup> Denna definitionsapparat skiljer bl.a. på aktierelaterade och icke-aktierelaterade värdepapper. Vad spelar då definitionen av aktierelaterat finansiellt instrument i direktivet och i LHF för roll vid klassificeringen utav mandatory convertibles? Jo, om mandatory convertibles är att anse som aktierelaterade vittnar det om att instrumentet bör klassificeras som eget kapital. Skulle mandatory convertibles däremot inte ses som aktierelaterad bör konvertibeln snarare klassificeras som skuld, alltså främmande kapital.

Det skall inledningsvis framhållas att prospektreglerna blir tillämpliga när finansiella instrument erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Direktivet riktar sig således främst till bolag som ger ut dessa typer av finansiella instrument, varför följaktligen, en del *mindre* emissioner inte omfattas av bestämmelserna.<sup>90</sup> Direktivet syftar bl.a. till att säkerställa ett gott investerarskydd och att underlätta kapitalanskaffning över gränserna inom EU.<sup>91</sup>

I direktivets andra artikel tillhandahålls en rad definitioner. Av artikel 2. 1 b framgår det att ett *aktierelaterat värdepapper* är:

”aktier och andra överlåtbara värdepapper motsvarande aktier i bolag samt varje annat slag av överlåtbara värdepapper som ger rätt att förvärva något av dessa slag av värdepapper genom konvertering eller utövande av de rättigheter de ger, förutsatt att detta senare slag av värdepapper emitteras av emittenten av de underliggande aktierna eller av en enhet som tillhör denne emittents koncern”

I artikel 2. 1 c framgår det att de värdepapper som inte faller inom definitionen av aktierelaterade utgör *icke-aktierelaterade värdepapper*. Att döma av ordalydelsen i artikel 2. 1 b torde det framgå att konvertibla skuldebrev omfattas av definitionen som aktierelaterat värdepapper. Punkt 12 i direktivets preambel lyder dock, något överraskande, enligt följande:

”...konvertibla skuldebrev, t.ex. värdepapper som är konvertibla när investeraren så önskar, omfattas av detta direktivs definition av icke-aktierelaterade värdepapper.”

En tolkning till ordalydelsen av preambeln ger oss alltså vid handen att konvertibla skuldebrev skall anses vara ett *icke-aktierelaterat värdepapper*. Det föreligger således en diskrepans mellan de två begreppsregleringarna

---

<sup>88</sup> Se mer under 4.1 sista stycket samt SOU 2004:95, s. 11.

<sup>89</sup> Art. 2 prospektdirektivet.

<sup>90</sup> Prop. 2004/05:158, s. 1.

<sup>91</sup> SOU 2004:95, s. 11.

varför det blir nödvändigt att se närmare till de bakomliggande motiven och inte minst vad som framgår av prospektförordningen.

Redan det faktum att ingressen (innehållandes preambelns punkt 12) inte utgör en del av det faktiska direktivet talar för att tolkningen utifrån artikel 2. 1 b bör ha företräde framför punkten 12. I vart fall vittnar det om att tolkningen av ingresspunkt 12 skall ske på så vis att resultatet blir förenligt med definitionen i art. 2. 1 b.<sup>92</sup> Direktivets något ambivalenta uttryck i ingresspunkt 12 kan ha sitt ursprung i ett klumpigt försök till att uttrycka att konvertibla skuldebrev *kan* utgöra icke-aktierelaterat värdepapper (om de inte omfattas av begreppet aktierelaterat värdepapper). Lagstiftaren använder i ingressen exemplet, när investeraren besitter rätten att påkalla en konvertering, som en typ av konvertibel som skall ses som icke-aktierelaterad. Innebär detta följaktligen att när rätten att påkalla konvertering tillkommer utställaren skall en sådan konvertibel anses vara aktierelaterad? Pohl framhåller att en sådan motsatstolkning inte kan användas för att sluta sig till att värdepapper som kan konverteras av utställaren skall ges en – i direktivets mening – separat behandling. Pohl menar att direktivet skall tolkas så att konvertibla skuldebrev skall anses vara aktierelaterade värdepapper under förutsättning att skuldebrevet kan konverteras till aktier *åtminstone* på innehavarens begäran. Med begagnande av denna tolkning innefattas således mandatory convertibles av definitionen av aktierelaterat värdepapper när konvertibelvillkoren omfattar en ömsedig konverteringsrätt. Om förhållandet däremot är sådant att endast utgivaren har en konverteringsrätt torde det vara osäkrare om konvertibeln verkligen omfattas av definitionen i art. 2. 1 b. Pohl framhåller att en mandatory convertible som inte ger innehavaren *en rätt* att påkalla konvertering inte heller skall anses omfattas av prospektdirektivets definition av aktierelaterat värdepapper.<sup>93</sup>

Det framgår av definitionen i art. 2.1 b att de värdepapper som avses är ”värdepapper som ger *rätt* att förvärva...genom konvertering eller utövande av de *rättigheter* de ger”. Definition uttrycker alltså i positiva termer att det krävs att värdepappret (genom konverteringsvillkoren) ger innehavaren – och ingen annan – ”makten” att påkalla konverteringen till ett aktieinnehav. Det kan således konstateras att en mandatory convertible där konverteringsrätten tillkommer *endast* utgivaren inte faller in under definitionen i art. 2. 1 b. En sådan konvertibel ger innehavaren en skyldighet, inte en rättighet, att konvertera.<sup>94</sup>

I prospektförordningen behandlas mandatory convertibles som aktierelaterade instrument oavsett om det är investeraren eller det emitterande bolaget som har konverteringsrätten. Detta motiveras med att när investeraren står inför valet att ingå en förbindelse i vilken det utgivande bolaget har en ensidig rätt att påkalla konvertering måste investeraren inför sitt potentiella konvertibelförvärv önska samma information som om denne

---

<sup>92</sup> Pohl *FT* (2006), s. 190 f.

<sup>93</sup> Pohl *FT* (2006), s. 191.

<sup>94</sup> Pohl *FT* (2006), s. 200 f.

skulle göra ett direkt förvärv av aktier i bolaget.<sup>95</sup> Det skall dock poängteras att prospektförordningen inte upprätthåller särskiljandet av aktierelaterade och icke-aktierelaterade värdepapper på det sätt som sker i prospektdirektivet (t.ex. vid informationsskyldigheten i prospekten för olika värdepapperstyper).<sup>96</sup> Av intresse för behandlingen av mandatory convertibles är förordningens art. 4.2.2 a som anger för vilka värdepapper mallen för registreringsdokument för aktier skall avse. Det framgår nämligen att de värdepapper som avses:

”skall kunna konverteras till, eller bytas ut mot aktier eller andra överlåtbara värdepapper som motsvarar aktier enligt *emittentens eller investerarens* önskemål eller utifrån villkor som upprättades vid emissionen...” [förf. kursivering].

Till skillnad från definitionen i direktivets art. 2. 1 b framgår det således att en konvertering kan ske på likväl utgivarens som investerarens begäran eller utifrån de villkor som har avtalats. Med detta uttryckssätt torde det inte råda något tvivel om att även mandatory convertibles omfattas av prospektförordningens regler om aktieregistreringsdokument. Det kan även konstateras att definitionen i förordningen är något *vidare* än den i direktivet.<sup>97</sup>

Det kan sammanfattningsvis konstateras att utifrån en tolkning av prospektdirektivet anser Pohl att när både konvertibelinnehavaren *och* utgivaren har rätt till att påkalla konvertering skall konvertibeln ses som aktierelaterad. En konvertibel skall däremot inte ses som aktierelaterad om endast utgivaren besitter rätten att påkalla konvertering.

## 4.4 Lag om handel med finansiella instrument och den svenska implementeringen av prospektdirektivet

1 kap. 1 § LHF utgör en definitionsparagraf. Definitionen av *finansiellt instrument* har betydelse inte bara för LHF:s tillämpning utan även för en rad andra ”finansiella” lagar.<sup>98</sup> I samband med att de europeiska prospektreglerna infördes i svensk rätt har en del nya definitioner intagits vilka huvudsakligen har tagits ifrån artikel 2 i prospektdirektivet.<sup>99</sup>

---

<sup>95</sup> Pohl *FT* (2006), s. 196 och CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospective Directive.

<sup>96</sup> Pohl *FT* (2006), s. 195, 204.

<sup>97</sup> Pohl *FT* (2006), s. 206 f.

<sup>98</sup> Se t.ex. 1 § 3 lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, 1 kap. 4 § 9 börs- och clearinglagen, 2 § 6 lagen (1999:158) om investerarskydd och 1 § 1 lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.

<sup>99</sup> Prop. 2004/05:158, s. 168.

Inledningsparagrafen i LHF innehåller en definition av *aktierelaterat finansiellt instrument* och lyder som följer.

1. aktie och finansiellt instrument som kan jämföras med aktie, såsom interimbevis, fondaktierätt och teckningsrätt, samt
2. finansiellt instrument, såsom konvertibel där rätten att begära konvertering tillkommer emittenten och teckningsoption, som ger rätt att förvärva sådant instrument som avses i 1 genom konvertering eller utövande av annan rättighet som instrumentet är bärare av, om instrumentet utfärdats av emittenten av den aktie som rättigheten hänförs till eller av ett bolag som ingår i samma koncern som den emittenten.

Av förarbetena framgår det att definitionen av aktierelaterat finansiellt instrument är ett resultat av prospektdirektivets art. 2. 1 b och punkt 12 i ingressen till direktivet. Med beaktande av föregående underkapitel<sup>100</sup> och dess åskådliggörande av problematiken kring faktumet att de två uttryckssätten (i preambeln och i art. 2. 1 b) går isär blir LHF:s behandling än intressantare. Definitionen är *öppen* vilket innebär att om nya finansiella instrument dyker upp på marknaden *kan* de falla in under definitionen. Ett finansiellt instrument som inte faller in under definitionen är att anse som ett icke-aktierelaterat finansiellt instrument vid tillämpningen av bestämmelserna i LHF.<sup>101</sup>

Det skall framhållas att LHF:s regler även är tillämpliga för privata bolag. Enligt kommentaren i förarbetena till 1 kap. 1 § LHF framgår det nämligen att definition av *fondpapper* skall läsas i två led, där kravet om ”allmän omsättning” inte skall avse aktier i allmän mening utan syftar endast till passusen ”andra delägarätter och fordringsrätter”. Aktier i privata bolag är således fondpapper och därav även ett finansiellt instrument i LHF:s mening. Det skall dock framhållas att aktier i privata bolag som inte är avsedda att omsättas på värdepappersmarknaden inte är föremål för skyldigheten att upprätta prospekt.<sup>102</sup>

I förarbetena om prospekt tolkas prospektdirektivets definition av aktierelaterade värdepapper till att omfatta konvertibla skuldbrev där rätten att begära konvertering tillkommer utgivaren, t.ex. en mandatory convertible. Det framgår även att en *öppenhet* skall anläggas vid bedömningen om nya finansiella instrument passar in under definitionstaket. Av tolkningen i förarbetena framgår det även att konvertibler där investeraren har möjligheten till att begära konvertering skall ses som *icke-aktierelaterat finansiellt instrument* medan en konvertibel där utställaren har rätten att begära konvertering skall ses som ett aktierelaterat instrument.<sup>103</sup> Tolkningen att konvertibler där utgivaren har rätt till konvertering – som vid mandatory convertibles – skall utgöra ett aktierelaterat instrument uttrycks tydligt i andra punkten i LHF:s definition av aktierelaterat finansiellt

<sup>100</sup> Se kapitel 4.3 Prospektdirektivet.

<sup>101</sup> Prop. 2004/05:158, s. 168.

<sup>102</sup> Prop. 2004/05:158, s. 68.

<sup>103</sup> Prop. 2004/05:158, s. 71.

instrument. Denna tolkning strider mot ordalydelsen i definitionen av aktierelaterade värdepapper i prospektdirektivets art. 2. 1 b.<sup>104</sup> Pohl framhåller att lagstiftaren har nått denna slutpunkt genom en *e contrario* tolkning av punkten 12 i ingressen. Lagstiftaren har sedan använt denna tolkning som *lex specialis* i förhållande till definitionen i art. 2. 1 b.<sup>105</sup> Pohl menar emellertid att det inte är logiskt korrekt att utifrån *ingressen* dra en sådan slutsats att alla andra konvertibler än sådana där investeraren äger begära konvertering skall anses vara aktierelaterade. Det skall här dock framhållas att det inte är helt givet vilken betydelse de svenska förarbetena skall ha vid en tolkning av prospektdirektivet. För tolkningen av själva prospektdirektivets betydelse bör de svenska förarbetena inte kunna tillmätas någon betydelse, däremot kan förarbetenas tolkning av direktivet ges betydelse vid tolkningen av svensk rätt enligt LHF som i sig till vissa delar utgör den svenska implementeringen av just prospektdirektivet.

Det kan inte anses korrekt att ge ingressens innehåll en överordnad betydelse framför det som senare uttrycks i själva direktivet. Den egentliga meningen, och medlemländernas åtagande, uttrycks i själva direktivet, inte i dess ingress. En ingress till ett direktiv bör inte binda medlemländerna utan *kan* utgöra uttrycksplats för de omständigheter och diskussioner som förts och sedermera lett fram till direktivets resultat, varför det inte sällan kan råda vissa delade meningar bland medlemländernas uppfattningar om ingressens innehåll.<sup>106</sup>

Den svenska implementeringen och dess uttryck i lagtexten är som ovan konstaterats olycklig. Uttryckssättet och begreppsanvändningen i 1 kap. 1 § LHF är illa valt. Av art. 2. 1 b i prospektdirektivet framgår det att värdepappren som avses är värdepapper som "...ger *rätt* att förvärva något av dessa slag av värdepapper genom konvertering eller utövande av de rättigheter de ger...".<sup>107</sup> Det är denna formulering som bort ligga till grund för den svenska implementeringen. Härav skall det uppmärksammas betydelsen av att i juridisk mening besitta en *rätt* att förvärva. I 1 kap. 1 § LHF uttrycks bl.a. följande om vilka finansiella instrument som anses aktierelaterade: "...finansiellt instrument, såsom konvertibel där rätten att begära konvertering tillkommer emittenten och teckningsoption, som ger rätt att förvärva sådant instrument som avses i 1...". Detta uttryckssätt är motsägelsefullt. I passusen efter finansiellt instrument sker en exemplifiering i form av en tvingande konvertibel. Efterföljande sats uttrycker att en sådan konvertibel medför en *rätt* för investeraren att förvärva aktier i det emitterande bolaget. I relationen mellan utgivare och investerare vid en tvingande konvertibel har investeraren inte en *rätt* att förvärva utan en *skyldighet*. Det är emittenten som har en *rätt att emittera* aktier samtidigt som investeraren har en *skyldighet att förvärva* dessa aktier

---

<sup>104</sup> Pohl *FT* (2006), s. 214 f.

<sup>105</sup> Pohl *FT* (2006), s. 215 samt prop. 2004/05:158, s. 71.

<sup>106</sup> Pohl *FT* (2006), s. 215 f.

<sup>107</sup> Se kap. 4.3 om prospektdirektivet.

om så begärs. Det är således i egentlig mening ingen part som har *rätt att förvärva* aktier.<sup>108</sup>

Mot bakgrund av vad som ovan anförts kan det konstateras att enligt LHF:s definition av aktierelaterat finansiellt instrument blir det svårt att utläsa huruvida en mandatory convertible (där emitterande bolag har rätten att påkalla konvertering) omfattas av definitionen eller ej. Däremot torde, trots den olyckliga formuleringen, lagstiftarens aviskt vara att en mandatory convertible skall anses vara ett aktierelaterat finansiellt instrument i LHF:s mening.<sup>109</sup> Det uppstår alltså vid en tolkning utifrån ordalydelsen en viss diskrepans mellan gemenskapens prospektdirektiv och den nationella LHF:s hantering av vilka instrument som är att anse som aktierelaterade.

Ovan diskuterad diskrepans kan påstås skapa vissa svårigheter och betänkligheter hos rättstillämparen. I den svenska rättsordningen – inom näringsrätten – föreligger det till följd av den något spretiga regleringen en viss inre spänning. Aktuell diskrepans kan sägas utgöra ett led i denna inre spänning, här i kläderna av problem vid tolkningen och implementeringen av prospektdirektivet. Hanqvist framhåller att en rättsordning kan vara *mer eller mindre* koherent. I början av 2000-talet införde såväl Frankrike som Storbritannien en enhetlig reglering inom det rättsliga finansområdet. En mer sammanhållen och mer genomtänkt reglering av *hela* det finansiella området kan eventuellt vara ett alternativ även för den svenske lagstiftaren, istället för en uppsjö av mindre lagar. Hanqvist spekulerar i en ”Finans- och penningbalk”.<sup>110</sup>

Huruvida mandatory convertibles omfattas av prospektdirektivets och/eller LHF:s definition har, utöver betydelsen för uppsatsens syfte, givetvis betydelse för en potentiell utgivare av mandatory convertibles. Faller konvertibeltypen inom definitionen kopplas det på en rad reglerande bestämmelser, inte minst kravet om att upprätta ett prospekt men även huruvida bolaget hamnar under Finansinspektionens lupp. Detta innebär inte bara en ökad informationsskyldighet och en påtagligare insyn i konvertibelvillkoren utan dessutom en flagrant ökning i transaktionskostnader.

## **4.5 Aktieägar- och borgenärsperspektivet**

### **4.5.1 Aktieägarens och borgenärens intressen**

Förvärvare och senare innehavare av konvertibler utgörs av olika typer av institutioner. Olika institutioner kan ha olika avsikter och spekulationer avseende sitt konvertibelinnehav. I följande avsnitt skall jag visa hur avsikten hos institutioner som införskaffar konvertibler kan variera.

---

<sup>108</sup> Pohl *FT* (2006), s. 216.

<sup>109</sup> Prop. 2004/05:158, s. 68.

<sup>110</sup> Hanqvist *FT* (2006), s. 53 ff.

Exempelvis föreligger det en skillnad i intresset kring det investerade beloppets utveckling. Aspekter som t.ex. intresset för beloppets utveckling är nära sammankopplat med konvertibelinnehavarens egen karaktär eller status. De olika avsikterna och intressena hos olika intressenter kan i viss mån påverka utgivande bolags agerande i olika situationer. Intressekonflikter kan uppstå. Konvertibelinnehavarens avsikt med införskaffande av konvertibla skuldebrev bör enligt min mening beaktas objektivt vid en klassificering av konvertibeln som kapital- eller skuldbaserad, alltså som eget eller främmande kapital.<sup>111</sup>

Vid en första översikt av vad som kan skilja sig åt i avsikterna hos olika konvertibelinnehavare borde två extremfall tjäna som exempel. Å ena sidan har vi den kommersiellt kallhamrade potentiella aktieägaren vilkens avsikt är att skaffa sig ett innehav i bolaget med vilket han eller hon vill erhålla en hög avkastning. Hans eller hennes avsikter vad avser bolagets förvaltning är en strävan mot ökade vinster och ständig expansion. Å andra sidan har vi den betydligt mer försiktige långgivaren vars avkastningskrav stannar vid den ömsesidigt överenskomna räntan, och vars intresse kring bolagets förvaltning och framtidsutsikter stannar vid *kravet* att de utlånade pengarna återbetalas. Vid en *applikation* av dessa två investerarextremers avsikter vid en förvärvssituation av mandatory convertibles skulle jag vilja påstå att den potentiella aktieförvärvarens konvertibelinnehav bör kunna klassificeras som kapital. Med beaktande av den andra extremens – långgivarextremen – avsikter torde dennes innehav kunna stanna vid att utgöra en normal kontoföring som låneskuld, alltså främmande kapital. Problematiken är dock inte så här enkel. ”Aktieägarextremen” skulle emellertid lika gärna kunna göra ett direkt aktieförvärv eller köpa en option, och den mer konventionella långgivaren borde kunna nöja sig med att låna ut aktuellt penningbelopp under vanliga villkor. Institutioner som införskaffar konvertibler bör snarare ha avsikter vilka kan sägas placera sig någonstans mellan aktieextremen och långivarstatusen.

Vad avser konvertibler som alternativ till ett direkt aktieinnehav, bör det framhållas att en placering i konvertibler innebär fördelar framför ett direkt aktieinnehav. Om investeraren t.ex. är osäker på om värdet på aktierna i bolaget kommer att stiga, kan han eller hon genom att köpa konvertibler avvakta utvecklingen under en tid. Fördelen tar sig uttryck i två förhållanden. Konvertibelinnehavaren har nu nämligen vinstchansen – om värdet på aktien skall stiga – samtidigt som förlustrisken måste ses som relativt ringa då lånefordran framför aktien har företrädesrätt till betalning, och då oftast till nominellt värde.<sup>112</sup>

Det uppstår även viss problematik vid bestämmandet av konvertibelns kapitalform i och med att avtalsfrihet råder. Avtalsfriheten föranleder att

---

<sup>111</sup> Se mer om beaktandet av parternas relation vid bestämmandet av konvertibelns karaktär; kap. 3.2.2.3 (FASB), kap. 3.2.2.1 (Artsberg) – den senare om betydelse av att konvertibelinnehavaren sedan tidigare är aktieägare i det emitterande bolaget samt NJA 1988 s. 620.

<sup>112</sup> Borgström (1970), s. 15.

avtalsvillkoren kommer att variera från ena avtalsförhållandet till det andra varför olika typer av villkor i olika kombinationer förekommer. Mot bakgrund av detta kommer jag att gå närmare in på vissa faktorer – eller rättare sagt de villkor – som typiserar när en tvingande konvertibel bör bedömas utgöra eget kapital, för att sedan gå in på de faktorer/villkor som typiserar när en tvingande konvertibel bör bedömas utgöra främmande kapital. Aktieägarperspektivet skall alltså ses som ett uttryck för *värden* och *intressen* i avtalsvillkoren vilka pekar mot att mandatory convertibles bör ses som eget kapital. Borgenärsperspektivet skall på motsatt vis ses som uttryck för intressen, förhållanden och omständigheter i avtalsvillkoren som indikerar på en bedömning av mandatory convertibles som främmande kapital. Aktieägandet representerar således i denna ”kapitalterminologi” det egna kapitalet medan borgenärskapet representerar det främmande kapitalet.

När ett bolag anskaffar kapital är det främst två grupper som förser företaget med likvider, det är aktieägarna och borgenärerna (långivarna).<sup>113</sup> En av de mest signifikanta skillnaderna dem emellan är att aktieägaren blir delägare i bolaget sedan aktiekapitalet tillförts bolaget, det blir inte en borgenär. Aktieägarens delägarskap tar sig främst uttryck i två former av rättigheter. Aktieägaren har dels ett ekonomiskt anspråk gentemot bolaget i form av rätt till en andel i bolagets vinst, dels en möjlighet att delta i företagets förvaltning. Deltagandet i företagets förvaltning tar sig främst uttryck genom rösträtt vid bolagsstämman.<sup>114</sup> Borgenärens utlånade belopp utgör en fordringsrätt på bolaget vilket innebär att denne har en rätt att kräva bolaget på utlånat belopp samt ränta, de har även en rätt att få ut pengar när bolaget likviderar. ABL:s kapitalskyddsregler har tillkommit till stor del för att ta tillvara på borgenärernas intressen. Den huvudsakliga tanken med dessa regler har varit att hindra aktieägare från att ta ut kapital ur bolaget på ett sätt som åsidosätter andra intressenters intressen.<sup>115</sup> Det är nämligen just bolagets *kapital* som utgör borgenärernas säkerhet för deras utlånade medel.<sup>116</sup> Inom svensk aktiebolagsrätt föreligger en principiell skillnad mellan de regler som är uppställda för aktieägarens respektive borgenärens intresse. Det skall framhållas att reglerna för aktieägarna är dispositiva medan reglerna för borgenärernas intressen är tvingande.<sup>117</sup> Borgenären ges företräde framför aktieägaren vid en eventuell likvidationssituation, aktieägaren får vid ett sådant läge oftast se sitt satsade kapital eller åtminstone stora delar av det gå förlorat.

Mattson framhåller att skillnaden mellan aktieägare och borgenärer i viss mån har utjämnats. Som främsta anledning till detta anför han de olika värden olika aktieslag kan inneha, alltså relationen mellan preferensaktier

---

<sup>113</sup> En aktieägare är i egentlig mening även borgenär då denna har en ”fordran” på bolaget. Jag kommer dock härnäst att använda borgenärsbegreppet som uttryck för den mer traditionella synen för långgivare.

<sup>114</sup> Mattsson (1977), s. 9.

<sup>115</sup> Mattsson (1977), s. 9 f.

<sup>116</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s. 188.

<sup>117</sup> Prop. 2004/05: 85, s. 373.

och stamaktier.<sup>118</sup> Preferensaktier påminner i viss grad av främmande kapital då de berättigar till en från början angiven utdelning och vid en eventuell likvidation ges en rätt till att av utskiftade medel åtminstone erhålla det nominella beloppet. Dock har preferensaktier fortfarande en delägar rätt i bolaget vilken är förknippad med en rösträtt varför skillnaden kvarstår. En andra avgörande skillnad är faktumet att preferensaktieägarens rätt till utdelning är beroende av bolagsstämmans beslut om vinstutdelning medan en borgenärs ränta sedan tidigare är avtalad.<sup>119</sup> Preferensaktien är likt konvertibler, som Mattsson även menar, en mellanform av eget och främmande kapital varför behandling av instrumentens *rätta* härkomst blir svår.<sup>120</sup>

## 4.5.2 Intressekonflikt - bl.a. kortsiktighetsproblemet

Ett av de mest karaktäristiska dragen med ett aktieinnehav är att aktieägaren endast kan förlora det kapital han eller hon har satsat. Aktieägaren har inget ansvar för bolagets skulder (utom i undantagsfall) varför denna blir mer riskbenägen än borgenären. Detta faktum ökar risken för att långgivaren aldrig får tillbaka sitt utlånade kapital. Det föreligger härav en *intressekonflikt* mellan aktieägare och borgenär. Det begränsade ansvaret föranleder således en högre riskvillighet hos aktieägaren på bekostnad av långgivaren.<sup>121</sup> Intressekonflikten mellan aktieägare och borgenär kan ta sig uttryck i flera former. Bergström och Samuelsson nämner bl.a. *kortsiktighetsproblemet* som en av dessa intressekonflikter. Problemet siktar på situationen där aktieägaren föredrar och väljer kortsiktiga projekt och satsningar, vilka avser resultera i kassaflöden inom en nära framtid framför *mer* lönsamma projekt och satsningar som genererar kassamedel, fast på längre sikt.<sup>122</sup>

Kortsiktighetsproblemet åskådliggör en intressespanning mellan aktieägare och borgenär vilken på ett bra sätt fungerar som bedömningsbas vid kartläggandet av en tvingade konvertibel som eget eller främmande kapital. Stipulerar konvertibelvillkoren att en konvertering skall ske inom en närliggande framtid tyder detta på att en klassificering som eget kapital ter sig rimlig. Löper däremot konvertibeln och dess konverteringsrätt (oavsett vilken part som åtnjuter konverteringsrätten) på betydlig längre sikt (t.ex. kan avtalsvillkoren föreskriva att ingen konvertering får ske förrän efter ett eller flera år har passerat) torde en klassificering som främmande kapital ligga närmare till hands. Ett företagsekonomiskt argument som till viss del stärker det sistnämnda klassificeringsförslaget är att inom redovisningens s.k. referensram skall skulder som löper på en tid över ett år bokföras som *långfristiga* medan skulder som förfaller inom ett år behandlas i

<sup>118</sup> Se mer om olika aktieslag i kap. 2.3.

<sup>119</sup> Mattsson (1977), s. 10 f.

<sup>120</sup> Se mer om konvertibler och preferensaktier som mellanform i kap. 2.3.

<sup>121</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s. 190 f.

<sup>122</sup> Bergström & Samuelsson (2001), s. 191.

räkenskaperna som *kortsiktiga* skulder.<sup>123</sup> Det skall framhållas att det är *när* konverteringsrätten tillkommer en part som bör ses som avgörande tidsaspekt, inte konvertibelns löptid. Detta för att när en rätt till konvertering föreligger är det sannolikt och möjligt att en konvertering sker.

Efter ovan genomförd ”jämförelse” är mitt intryck att en genomgående egenskap är – vid jämförandet av aktieägandet och borgenärsskapet och kopplingen till eget respektive främmande kapital – att aktieägandet i betydligt högre utsträckning är mer *marknadsberoende* än borgenärssituationen. Exempelvis är aktieägarens avkastning direkt beroende av bolagets resultat medan borgenärens ränta på förhand är bestämd. Även själva återbetalningsbeloppet åskådliggör samma beroende. Aktieägaren får tillbaka ett belopp motsvarande antal aktier i sitt innehav multiplicerat med dagskursen för aktien den dag han eller hon säljer. Borgenärens belopp är på förhand avtalat och motsvar i normalfallet det nominella värdet. Vid bedömningen av konvertibelns kapitalstatus talar således villkor vilka i högre grad är korrelerade till marknaden och dess utveckling för en klassificering som eget kapital, medan villkor vilka i lägre grad är korrelerade till marknaden får anses presumera en klassificering som främmande kapital.

Det kan avslutningsvis påstås att konvertibler något gäcker uppdelning mellan eget respektive främmande kapital. Det är som Borgström framhåller, att ett utgivande av konvertibler innebär att förhållandet mellan eget och främmande kapital blir variabelt, och därför leder till en osäkerhet i kapitalstrukturen. Detta kan senare innebära en delvis uppluckring av bolagets självbestämmande av kapitalstrukturen. Sker en konvertering leder det till en utspädning av ägarekapitalet vilket i sin tur kan påverka räntabiliteten, vinstutdelningen och aktiekursen.<sup>124</sup>

## 4.6 Olika rättssystemers kapitalmarknader och call protection-villkor

Den rättsliga strukturen, synen på och regleringen av en finansiell marknad kan variera i hög grad från en jurisdiktion till en annan. Exempelvis är borgenårsreglerna och regleringen för kapitalinvestorer två element som vid en jämförelse mellan jurisdiktioner kan vara olikt utformat och variera på ett inte obetydligt sätt. Den rättsliga traditionen i en jurisdiktion påverkar den rättsliga strukturen på dess finansiella marknad. Kapitalmarknader är t.ex. mer utvecklade i jurisdiktioner som har starka aktiebolagsrättsliga minoritetsskyddsregler än i jurisdiktioner som har starka borgenärsskyddsregler. Den senare jurisdiktionen är istället närmare

---

<sup>123</sup> Vad avser den företagsekonomiska indelningen av skulder som långfristiga respektive kortsiktiga se mer i Artsberg (2005) och Edshammar & Thorell (2005).

<sup>124</sup> Borgström (1970), s. 15.

sammankopplat med en utvecklad marknad för extern upplåning.<sup>125</sup> I en jurisdiktion som har ett svagt aktieägarskydd och samtidigt ett starkt borgenärsskydd torde investerarna helst vilja sträva mot att behålla karaktären som borgenärer, och borde således vara mindre benägna att vilja ha konverteringsvillkor som kan tvinga dem till att bli aktieägare.<sup>126</sup>

Det har tidigare framgått att en konvertibels villkor påverkar huruvida konvertibeln uppfattas som skuld- eller kapitalbaserad. Ett villkor som presumerar en uppfattning av konvertibeln som skuldbaserad är ”call protection”. Ett sådant skydd innebär att konvertibelnehavaren är skyddad under en angiven period mot att det emitterande bolaget kan tvinga fram en konvertering. Mot bakgrund av att en jurisdiktions rättsliga tradition och skydd för aktieägare respektive borgenärer påverkar strukturen på dess finansiella marknad borde en investerare i en jurisdiktion med svagt aktieägarskydd men med starkt borgenärsskydd förespråka starka call protection-villkor i sina konvertibelavtal. Följaktligen borde emitterande bolag i en sådan jurisdiktion nå störst framgång med konvertibelemissioner om de besitter starka call protection-villkor.<sup>127</sup> Vänder vi på det hela bör bolag i ”aktieägarvänliga” jurisdiktioner med fördel emittera mer kapitalrelaterade konvertibler vilka således inte bör inneha alltför starka call protection-villkor.

Det kan av tradition sägas att angloamerikanska (common law) länder i större utsträckning än kontinentaleuropeiska (civil law) länder hör till de jurisdiktioner vilka har ”aktieägarvänliga” regleringar. På motsvarande vis kan det påstås att det i de kontinentaleuropeiska länderna förekommer ett tydligare borgenärsskydd. Denna ”uppdelning” tar sig uttryck genom att regleringen i de angloamerikanska länderna främjar och underlättar kapitalbaserade finansieringsformer medan de kontinentaleuropeiska ländernas reglering emellertid ger borgenärerna bättre rättigheter, vilket underlättar skuldbaserad finansiering.<sup>128</sup>

## 4.7 ABL:s likvidationsregler

ABL:s likvidationsregler utgör en del av aktiebolagslagens kapitalskyddsregler. Likvidationsreglerna har en stor betydelse för borgenärerna, synnerligen när bolaget står inför en finansiell kris. Vid bestämmandet av en tvingande konvertibel som eget kapital eller främmande kapital är det just borgenären som i en situation när likvidationsreglerna aktualiseras gärna ser konvertibeln klassificerad som skuld. Efter det att ett bolags tillgångar har avyttrats i likvidationen skall nämligen, i enlighet med ABL:s bestämmelser, alla skulder först betalas

---

<sup>125</sup> La Porta m.fl. *Journal of Finance* (1997) och La Porta m.fl. *Journal of Political Economy* (1998).

<sup>126</sup> Korkeamaki *Journal of Corporate Finance* (2005), s. 810.

<sup>127</sup> *op. cit.*

<sup>128</sup> La Porta m.fl. *Journal of Political Economy* (1998).

innan aktiebolagets egendom fördelas mellan aktieägarna (s.k. skifte).<sup>129</sup> Skiftet innebär ett fastslående av vad som skall tillkomma varje aktieägare. Vid denna tidpunkt sker inget faktiskt utlämnande.<sup>130</sup> Skyddet går dessutom ett steg längre vid en situation där det föreligger tvekan kring huruvida en skuld verkligen är att betrakta som en *de facto* skuld; då bör nämligen motsvarande belopp avsättas till saken blivit fastställd.<sup>131</sup>

I ABL 25 kap. 13-20 §§ regleras bestämmelserna för tvångslikvidation på grund av kapitalbrist. Reglerna är tvingande borgenärsskyddsregler.<sup>132</sup> I 25 kap. 13 § ABL åläggs styrelsen förpliktelsen att upprätta en första kontrollbalansräkning bl.a. vid situationen då det finns skäl att anta att bolagets egna kapital understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet. Med beaktande av denna bestämmelse kan klassificeringen utav eventuella utställda mandatory convertibles bli av väldigt stor vikt. Bolagets klassificering av dessa konvertibler kan vara den avgörande faktorn för huruvida tvångslikvidationsreglerna blir tillämpliga. Skulle tvångslikvidationsreglerna bli tillämpliga innebär det att en kedja av bestämmelser kopplas på och inte minst kan frågan om styrelsens personliga ansvar på ett betydande sätt aktualiseras. 25 kap. 18 § ABL anger nämligen att styrelsen skall ansvara solidariskt: om den har underlåtit att enligt lag upprätta en kontrollbalansräkning, att sammankalla en första kontrollstämma eller underlåtit att ansöka hos tingsrätt att bolaget skall gå i likvidation. Styrelseledamöterna ansvarar för de förpliktelser som uppstår för bolaget efter det att styrelsen *senast* skulle ha vidtagit den åtgärd som den har underlåtit att vidta. Därefter löper ansvaret så länge underlåtenheten kvarstår.<sup>133</sup> Det skall dock framhållas att styrelsens skyldighet att upprätta en kontrollbalansräkning enligt 25 kap. 13 § ABL gäller endast om det finns skäl att anta att *kontrollbalansräkningen* skulle utvisa att bolagets egna kapital understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet. Det behöver således inte upprättas någon kontrollbalansräkning om det synliga egna kapitalet enligt den offentliga redovisningen visserligen understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet men det är uppenbart att det finns dolda övervärden. Enligt 25 kap. 13 § kan nämligen dolda övervärden få beaktas vid upprättandet av kontrollbalansräkning som täcker bristen.<sup>134</sup>

Det framgår i NJA 1988 s. 620 att en *utfästelse* om betalning för att undvika tvångslikvidation anses ha samma verkan som ett inbetalt tillskott så länge den som lämnar utfästelsen är betalningsduglig. En sådan utfästelse eller ett sådant kontant tillskott måste ske under sådana premisser att beloppet kan tas upp som tillgång utan att samtidigt skuldföras.<sup>135</sup> Mot bakgrund av att

---

<sup>129</sup> Enligt 25 kap. 38 § ABL skall skifte ske efter det att den anmälningstid som har satts ut i kallelsen på okända borgenärer har löpt ut och alla kända skulder har betalats.

<sup>130</sup> Prop. 1975:103, s. 512.

<sup>131</sup> Andersson (2002), s. 111.

<sup>132</sup> Andersson (2002), s. 146.

<sup>133</sup> Prop. 2000/01:150, s. 99.

<sup>134</sup> Prop. 2000/01:150, s. 91.

<sup>135</sup> NJA 1988 s. 620, s. 644 samt SOU 1941:9 s. 568 f. - angående att kontant tillskott kan inbetalas till bolaget under sådana omständigheter att det kan upptas som tillgång i bolaget utan att en motsvarande skuld tas upp.

nämnda tillskott och utfästelser är tillåtna i en sådan situation under ”rätt omständigheter” torde det (givetvis beroende av vad som avtalats) finnas konvertibler vilka på motsvarande sätt baserar sig på ”rätt omständigheter” för att tas upp som tillgång och samtidigt inte skuldföras, med andra ord betraktas som eget kapital och inte som främmande kapital. ”Rätt omständigheter” borde innebära att tillskottet eller utfästelsen mer eller mindre är villkorslöst. Premisserna för en sådan konvertibelform torde alltså vara mer eller mindre villkorslöst beskaffade, i vart fall borde det inom en nära framtid inte kunna finnas några direkta anspråk på återbetalning.

Enligt 25 kap. 18 § 4 stycket ABL skall bedömningen huruvida bolagets egna kapital understiger bolagets halva aktiekapital ske vid tidpunkten då skyldigheten uppkommer för styrelsen att upprätta en första kontrollbalansräkning. Vid upprättandet av en kontrollbalansräkning tillåts bolaget att göra vissa *omvärderingar* vilka tillåts påverka balansräkningen. Vid tidpunkten för kravet om att upprätta en första kontrollbalansräkning skulle en eventuell ”omvärdering” av utställda mandatory convertibles, som är upptagna som främmande kapital, till eget kapital kunna innebära räddningen för bolaget, och eventuellt även för styrelsens personliga ansvar beroende på situationen och resultatet av kontrollbalansräkningen. En kontrollbalansräkning är nämligen undantagen från kravet i ÅRL 2 kap. 4 § första stycket 2 som anger att ett företag måste tillämpa samma redovisningsprinciper från ett år till ett annat. Vid ett avvikande måste emellertid kravet om god redovisningssed iakttas.<sup>136</sup> Av NJA 1993 s. 484 framgår det att syftet med att upprätta en kontrollbalansräkning är att fastställa bolagets förutsättningar för fortsatt drift. Med beaktande av detta syfte kan det vid upprättandet av kontrollbalansräkningen krävas att även andra *omvärderingar* måste ske än de speciellt i lag uttryckta (25 kap. 14 § ABL). Det framgår av rättsfallet att det inte finns några direkta vägledningar för dessa *omvärderingar*.<sup>137</sup> Det framgår även att en kontrollbalansräkning alltid skall visa minst samma eller i allmänhet *bättre* ställning än årsbalansräkningen.<sup>138</sup> Detta torde tala för att en generösare klassificering utav mandatory convertibles kan ske. I vart fall borde en mindre försiktighet kunna användas vid bedömningen av konvertibeln som kapital eller skuld, och eventuellt borde mer optimistiska prognoser om infallandet av en konvertering begagnas. Det är troligt att styrelsen ställs inför svåra avvägningar i denna situation och inte minst föreligger det risk för en förestående intressekonflikter ledamöter emellan, t.ex. om vissa i styrelsen vill, om möjligheten finns, att beloppet tas upp som eget kapital medan andra ledamöter är av motsatt uppfattning. Inte minst bör konsekvenserna av resultatet vara svårt att bedöma.

En än *enkla* räddningsplanka för bolaget i finansiell kris kan avtalsvillkoren för konverteringsrätten vara. Om villkoren anger att rätten att påkalla konvertering tillfaller bolaget, under den tidsfrist styrelsen har för att upprätta den första kontrollbalansräkningen, skulle konvertibelbeloppet

---

<sup>136</sup> Prop. 2000/01:150, s. 93.

<sup>137</sup> NJA 1993 s. 484, s. 501.

<sup>138</sup> NJA 1993 s. 484, s. 505.

kunna förskjutas från främmande kapital till eget kapital, och den prekära finansiella situationen skulle stabiliseras. Ett sätt för det utställande bolaget att garantera sig denna rätt (att kunna påkalla konvertering under tidsfristen för kontrollbalansräkningens upprättande) borde enklast ske genom att i villkoren för konvertibelns stadga att konverteringsrätten tillkommer bolaget då det föreligger påtaglig risk för att företagets eget kapital understiger hälften av bolagets aktiekapital.

## 4.8 Tidsaspekten

Ett av karaktärsdragen för en mandatory convertible är möjligheten att avtala om att rätten till att påkalla konvertering skall växla mellan det emitterande bolaget och konvertibelinnehavaren.<sup>139</sup> Detta föranleder frågan när det synes mer respektive mindre strategiskt för det emitterande bolaget respektive investeraren att avtala om motpartens rätt att påkalla konvertering. Sett ur konvertibelinnehavarens perspektiv vill denne i så stor utsträckning och under så långt tidsintervall som möjligt ha rätten att påkalla en konvertering. Ges konvertibelinnehavaren denna möjlighet kan han eller hon välja konverteringstidpunkt då det utifrån dennes förutsättningar och behov passar bäst. Ur emitterande bolags synvinkel är en sådan lösning till nackdel. Sett ur ett skattemässigt perspektiv är nämligen en konvertering som sker så sent som möjligt att föredra för det utgivande bolaget om räntan på konvertibelbeloppet är skattemässigt avdragsgillt, vinstutdelningar är inte avdragsgilla.<sup>140</sup>

Vidare bör det påpekas att sett ur det emitterande bolagets perspektiv vore det olämpligt med en konvertering precis före en stundande vinstutdelning. En konvertering före en vinstutdelning skulle innebära att det tillkommer ett ökat antal aktier i bolaget vilket följaktligen föranleder att en större del av de utdelningsbara medlen (del av det egna kapitalet som kan delas ut efter att *beloppsspärren* och *försiktighetsregeln* tillämpats) kommer att lämna bolaget. Det, i fallet av en konvertering just före en vinstutdelning, nytillkomna ”extrabeloppet” lämnar då företaget på bekostnad av t.ex. nya investeringar eller vinstperiodiseringar.

Om det emitterande bolagets avsikt med utgivandet av konvertiblerna är att inom så kort tid som möjligt öka sitt aktiekapital säger det sig självt att bolaget skall se till att avtalet anger att konverteringsrätten tillkommer dem själva, och det så snart som möjligt efter utgivningsdatumet. Skulle däremot konverteringsrätten ligga hos motparten borde det emitterande bolaget försöka att ”tajma” motpartens rätt att påkalla konvertering med en tidpunkt då bolaget förväntar en börskurs för aktien som gör det gynnsammare för konvertibelinnehavaren att konvertera än att kvarhålla fordran.<sup>141</sup>

---

<sup>139</sup> Se mer om den växlande rätten till konvertering under kap. 4.1 Allmänt.

<sup>140</sup> Borgström (1970), s. 18.

<sup>141</sup> Borgström (1970), s. 19.

## 4.9 Kreditvärdighet

### 4.9.1 Automatisk konvertering

Som tidigare framgått kan en rad *olika* villkor omfatta en mandatory convertible varför det kan vara svårt att tala i alltför generella ord om konvertibeltypen. Det kan således förekomma viss diskrepans i innebörden av begreppet mandatory convertibles; olika personer kan ha olika uppfattningar om vad som verkligen innefattas av begreppet. Med beaktande av att *definitionen* av mandatory convertibles kan variera blir det svårt att med exakthet säga huruvida en emission är en emission av mandatory convertibles eller en emission av ”vanliga” konvertibler. Mot bakgrund av detta vill jag framhålla att det under 2002 skedde *minst* fyra stora emissioner utav mandatory convertibles i Europa.<sup>142</sup> Detta har setts som starten på ett genombrott för utgivande av mandatory convertibles på den europeiska kapitalmarknaden.<sup>143</sup>

Mandatory convertibles kan som tidigare framhållits, och som var fallet i ovan nämnda fyra fall, villkoras så att konvertibelbeloppet automatiskt konverterats till ett aktieinnehav vid ett förutbestämt datum. På detta vis förflyttas risken för att aktien skall utvecklas negativt från utgivaren till investeraren, i gengäld erhåller denne en avkastning som är högre än den normala. En sådan konvertibel genererar förbättrad kreditvärdighet för det emitterande bolaget från kreditvärderingsinstitut och från andra bedömare. Ett sådant erhållande av kreditvärdighet är av väldigt stor vikt för bolag som har ett kapitalbehov och som därav utger finansiella instrument. I USA är det populärt bland företag att tillförsäkra sig en hög kreditvärdighet och samtidigt kvarhålla möjligheten att utge fler ”skuldinstrument” (ökning av det främmande kapitalet) *utan* att tappa kreditvärdighet. De europeiska företagen torde vara av samma uppfattning. Alternativet till att ge ut denna typ av konvertibel bör vara att ge ut teckningsrätter, vilket ibland kan ses som ett tecken på desperation.<sup>144</sup>

Det tilltalande med denna sorts konvertibler är – för investeraren – den höga avkastningen kombinerat med den begränsade risken för att kapitalpriset på aktien skall vända nedåt. Denna *risk/belöningsutjämningsmekanism* kan återses i den av Credit Suisse utställda emissionen från 2002. Sett ur investerarens perspektiv ingicks konvertibelavtalet under förutsättning att om aktiekursen skulle falla med 25 procent skulle investeraren endast lida en förlust motsvarande en femtedel av kursfallet. Däremot, om aktien skulle

---

<sup>142</sup> Swiss Life (173 miljoner USD), Credit Suisse (25 miljarder Sfrl.), Vivendi Universal (1 miljarder EUR) samt Alcatel (630 miljoner EUR).

<sup>143</sup> Som exempel på mer dagsfärska transaktioner kan nämnas att Coach Capital LLC, Eversource Group Limited och Nadelson International S.A. konverterade sitt fulla innehav av mandatory convertibles i Open Energy Corporations den 25 september 2006.

Konverteringsbeloppen utgjorde för respektive företag 1, 5 miljoner, 1, 5 miljoner samt 750 000 miljoner amerikanska dollar, ”Open Energy Debentures Converted”, *FinancialWire* (2006).

<sup>144</sup> Marshall *Euromoney* (2003).

stiga med 25 procent skulle investeraren kunna ta del av en vinst motsvarande fyra femtedelar av ökningen.<sup>145</sup> Rotaru<sup>146</sup> framhåller att företagsledningarna vid emissionsbeslut av konvertibler utnyttjar investerars syn på kapitalmarknaden. Detta tar sig uttryck genom att företagsledningarna väljer tidpunkter för emissioner av konvertibler så att emissionerna sammanfaller med tider då det råder optimism hos investerare. Hon framhåller att detta även är den främsta anledningen till att det – sett över en längre tidsperiod – uppstår inte obetydliga variationer i storleken på influtna medel i bolagen, härledda från konvertibler.<sup>147</sup>

Mandatory convertibles med en uppskjuten automatisk konverteringsrätt kan sägas utgöra en förbättring av en den mer traditionella preferensaktien. Genom att i konvertibelavtalet automatiskt skjuta upp konverteringen vid en försämrad kreditsituation kan betalningstrafiken i bolaget upphöra på ett tidigt stadium, vilket underbygger möjligheten för bolaget att upprätthålla kreditvärdigheten.<sup>148</sup>

## 4.9.2 Deutsche Telecom AG:s emission av Mandatory Convertibles

I början av 2003 ställde Deutsche Telecom AG ut mandatory convertibles till ett belopp om 2,3 miljarder euro med en löptid på tre år. Konvertiblerna emitterades till *pari* med en kupong om 6,5 procent.<sup>149</sup> Vid utställandet värderades beloppet (2,3 miljarder) som kapital (eget kapital) och inte som skuld (främmande kapital) av kreditvärderingsinstitut. Denna värdering var förväntad och konvertibeln sades vara ”designad” för att stärka företagets ”investment grade rating”, och för att nämnvärt förbättra företagets kapital *ratio*.<sup>150</sup> Av konvertibelvillkoren framgår det att de aktuella mandatory convertibles även var kombinerade med en frivillig konverteringsrätt. Konvertibelinnehavaren hade nämligen möjligheten att påkalla en konvertering under en större del (1 juli 2003 till 30 april 2006) av löptiden. Utnyttjades inte denna möjlighet skedde konverteringen med automatik på den förutbestämda dagen (1 juni 2006). Nämnvärt är att konvertibelinnehavaren ej besatt rätten att påkalla konvertering under de första fyra månaderna (24 februari till 1 juli 2003) samt ej heller under den sista månaden (maj 2006) av löptiden.<sup>151</sup>

---

<sup>145</sup> *op. cit.*

<sup>146</sup> Camelia S Rotaru, Ph.D. vid University of Texas - Pan American - Department of Economics & Finance.

<sup>147</sup> Rotaru *Journal of American Academy of Business* (2006), s. 78 ff.

<sup>148</sup> Samson *Derivatives Financial Products Report* (2005), s. 12.

<sup>149</sup> Deutsche Telecoms årsbokslut 2005, s. 63 f. samt årsbokslut 2003, s. 29. Konvertiblerna ställdes ut den 24 februari 2003 och löpte fram till 1 juni 2006, Deutsche Telecoms börsprospekt daterat den 23 maj 2003 för utgivandet av ”Guaranteed Mandatory Convertibles Bonds due 2006”.

<sup>150</sup> Hengeler advises on Germany's biggest mandatory convertible” *International Financial Law Review* (2003).

<sup>151</sup> Deutsche Telecoms börsprospekt daterat den 23 maj 2003 för utgivandet av ”Guaranteed Mandatory Convertibles Bonds due 2006”. Upplyningsvis skall det framhållas att den 1

Vid Deutsche Telecoms utgivande av mandatory convertibles beaktades kraven enligt tysk aktiebolagsrätt för "cash redemption events"<sup>152</sup> för att kunna klassificera instrumentet som en konvertibel istället för en *vanlig* kapitalbaserad terminsförsäljning. "Taktiken" bakom utgivandet var att balansera kraven för att kunna betrakta instrumentet som konvertibel mot kreditvärderingsinstitutens krav vid väldigt minimala "cash redemption events".<sup>153</sup> Mandatory convertibles med automatisk konvertering bör vara ett väldigt intressant finansieringsalternativ för bolag som behöver anskaffa kapital, i synnerhet för företag som är tungt skuldsatta. I och med att instrumentet lyckas "gå runt" klassificeringen som skuld uppstår intressanta effekter.<sup>154</sup> För skuldsatta företag kan mandatory convertibles avsevärt förbättra värderingsgraden för bolagens kapital (ratio) utan att behöva använda sig av mer traditionella kapitalanskaffningsmetoder så som fond- eller nyemission. Det skall dock höjas ett varningens finger, värt för den potentiella investeraren att beakta, avseende mandatory convertibles med en automatisk konverteringsdag. Konvertibeln har fixerade villkor för konverteringen då det på förhand är bestämt vilken dag konverteringen med automatik skall ske. Konverteringen kommer således att ske oavsett aktiens dagskurs. En investerare kan alltså hamna i situationen att kursen på konverteringsdagen är mycket lägre än förväntat, och investeraren *tvingas* till att göra en inte obetydlig förlustaffär. En sådan här konvertibel är dessutom svår att kurssäkra (i vardagligt tal "hedga"; *to hedge*). Svårigheten med att kurssäkra konvertibeln ligger i att konvertibeln inte är ett värdepapper som skall levereras i framtiden i enlighet med ett swap-avtal utan istället är värdet beroende på omständigheter som ligger utanför konvertibelinnehavarens kontroll.<sup>155</sup>

### 4.9.3 Bedömning och klassificering

Fitch Ratings är en kreditvärderingsinstitution som nyligen har utvecklat en metod för att bedöma och klassificera hybrida finansiella instrument. Institutet framhåller att bedömningarna av hybrida instrument idag sker mer utförligt och varierat än tidigare då en mer "allt eller inget" inställning användes. Tidigare sågs instrument antingen som kapital eller som skuld, vilket kunde leda till att snarlika instrument kunde behandlas helt olika. Idag används en mer specificerad och nyanserad skala, och Fitch tillhandahåller en femskalig sådan. Kreditvärderingsinstitutet menar att mandatory convertibles som tidigare över huvudtaget inte gav någon kreditvärdighet idag kan anses kapitalbaserad och därför erhålla kreditvärdighet. Numera sker nämligen värderingen med en tydligare fokusering på villkoren och

---

juni 2006 konverterades det utställda beloppet om 2,3 miljarder euro till 162 987 722 aktier i Deutsche Telecom., Deutsche Telecoms rapport "Form 6-K" till SEC för augusti 2006, s. 8.

<sup>152</sup> En svensk begreppsöversättning ter sig här svår. Begreppet syftar till händelser vilka innebär en inlösning som resulterar i kontanta medel.

<sup>153</sup> Hengeler advises on Germany's biggest mandatory convertible" *International Financial Law Review* (2003).

<sup>154</sup> *op. cit.*

<sup>155</sup> *op. cit.*

karaktärsdragen hos instrumenten. I bedömningarna beaktas bl.a. instrumentens beständighetsgrad och huruvida de innehåller skydd för investeraren. För att kunna klassificera en konvertibel som kapital krävs att instrumentet skall vara så pass flexibelt så att den kan tillåta att betalningar skjuts upp när emitterande bolag befinner sig i ett finansiellt trångmål, alltså när likvidbrist råder i bolaget. Konvertibeln måste vidare för att kunna klassas som kapital vara utformad så att den vid en konvertering eller en nedskrivning kan "tillåta" en eventuell förlust. Alltså kan konvertibeln inte innehålla villkor som eventuellt skulle stoppa en "förlustkonvertering". Saknar konvertibeln dessutom närmare skydd för investeraren, förfallotid och call protection-villkor anser kreditvärderingsinstitutionen det vara högst sannolikt att konvertibeln kommer att klassificeras som kapital.<sup>156</sup> Standard & Poor's använder en bedömningsskala om tre steg<sup>157</sup> (skalan utvecklades 1999 och uppdaterades under 2005) för bestämning av kapitalandelen av hybrida finansiella instrument. Bedöms det hybrida instrumentets "kapitalandel" utgöra mellan 10-30 procent klassificeras den som *minimal*, 40-60 procent som *intermediate* samt 70-90 procent som *high*. Ett vanligt aktieinnehav klassificeras som 100 procent kapital.<sup>158</sup> För att höra till gruppen med högst kapitalvärdering (*high*) krävs att perioderna då konvertering är tillåtet är korta, goda förutsättningar måste föreligga för en uppskjuten aktiekonvertering samt att en nedre prisgräns har avtalats för aktien.<sup>159</sup> Enligt Standard & Poor's värderingsstege kvalificerar sig konvertibler som innehar en tvingande komponent, och där konverteringen är kortsiktig i den högsta kapitalvärderingsgruppen. Således kan mandatory convertibles klassificeras i den högsta kapitalbaserade gruppen för finansiella instrument enligt Standard & Poor's. Kreditvärderingarna av hybrida finansiella instrument ger en högre transparens. En ökad *insyn* i hybridens verkliga innebörd föreligger således vilket bör underlätta en investerares bedömningar och beslut.<sup>160</sup>

Kreditvärderingsinstitut tenderar att betrakta mandatory convertibles som kapital, snarare än som skuld, fast än hybrida konvertibler så som mandatory convertibles under de flesta omständigheter huvudsakligen beter sig som en skuld, inte som kapital. Kreditvärderingsinstitut bedömer nämligen många hybrida finansiella instrument som kapitalbaserade eftersom instrumenten ofta fungerar - likt ett bolags aktier - som en buffert för skulder som har bättre rätt. Inom de reglerade industrierna, t.ex. bankväsendet och försäkringsrörelsen, har bedömare accepterat hybridinstrumenten i de emitterande bolagen som rena kapitalinstrument.<sup>161</sup>

---

<sup>156</sup> Hybrids: Fitch streamlines its hybrids classification *Euromoney* (2006).

<sup>157</sup> Bedömningen av instrumentets kapitalkaraktär delas in i *minimal*, *intermediate* samt *high*.

<sup>158</sup> Standard & Poor's Corporate Ratings Criteria 2006, s. 83.

<sup>159</sup> Samson *Derivatives Financial Products Report* (2005), s. 12.

<sup>160</sup> Standard & Poor's Corporate Ratings Criteria 2006, s. 83 f.

<sup>161</sup> Beales *Financial Times* (2006), s. 24.

## 5 Avslutande analys

Konvertibler i allmänhet och mandatory convertibles i synnerhet är hybrida till sin karaktär. Konvertibler bär nämligen drag av att vara dels ett kapitalbaserat och dels ett lånefinansierat finansiellt instrument. Detta faktum föranleder vissa svårigheter vid hanteringen av konvertibelns i bolagets redovisning. Bedömningar utifrån konvertibelns egenskaper (konvertibelvillkoren) måste göras i varje enskilt fall. Den hybrida karaktären innebär samtidigt att en bred bedömningsgrund föreligger – något djärvt påstått ett visst spelutrymme för bolaget – bestående av kapitalvariabler och lånevariabler som möjliggör att konvertibelns tas upp som antingen kapital eller skuld, eller som en del kapital och en del skuld i bolagets balansräkning. Huruvida konvertibelbeloppet tas upp som kapital eller skuld får finansiella konsekvenser för bolaget.

Klassificeras en konvertibel som eget kapital ökar i regel kreditvärdigheten i bolaget. Ett större och utökat eget kapital sänder inte bara kreditmässiga utan även rent företagsekonomiskt positiva signaler, inte minst höjs finansiella nyckeltal (t.ex. lönsamhetsmättet *räntabilitet på eget kapital*) när en konvertibel tas upp som eget kapital. Nyckeltalen ligger sedan till grund för bedömarens och potentiella investerarens analyser av bolaget. Eget kapital kan användas på ett *friare* sätt av bolaget än främmande kapital, vilket rättsligt sätt är öronmärkt åt kreditgivaren.

När en konvertibel klassificeras som skuld, och således utgör en del av bolagets främmande kapital, ökar följaktligen bolagets skuldsättningsgrad. En högre skuldsättningsgrad innebär en viss tröghet i bolaget. Ett bolag som är huvudsakligen lånefinansierat väljer ibland investeringsalternativ vilka inte alltid är de mest lönsamma (jämfört med ett ej lånefinansierat bolag). Det kan således uppstå en underinvesteringsproblematik för lånefinansierade bolag där ekonomiska värden går förlorade. En klassificering av konvertibler som skuld kan dock innebära ekonomiska indirekta fördelar för det emitterande bolaget vid vissa finansiella transaktioner som företas under konvertibelns löptid, t.ex. vid ett bolags betalning av räntan för ett vinstandelslån där räntans storlek är villkorad att bestämmas i korrelation med storleken på bolagets egna kapital.

En mandatory convertible skiljer sig från en mer traditionell konvertibel på så vis att konvertibelnehaven kan ha inte bara en *rättighet* utan även en *skyldighet* att konvertera lånebeloppet till aktier i emitterande bolag. Mandatory convertibles behandlas relativt sparsamt i förarbetena. Av förarbetena framgår huvudsakligen att rätten att begära konvertering kan växla mellan avtalsparterna under olika tidsperioder och att vem som har rätt att begära konvertering kan göras beroende av ”särskilda emissionsvillkor”. Förarbetenas behandling kan ses som ett medgivande (och varken mer eller mindre) att använda mandatory convertibles på den svenska kapitalmarknaden. Någon exemplifiering av vad som kan tänkas

innefattas i ”särskilda emissionsvillkor” ges ej, istället är det enligt min uppfattning lagstiftarens avsikt att uttrycka att avtalsfrihet råder avseende *när* en konvertering kan tvingas fram. Denna begränsade vägledning ger en öppenhet och ett tillmötesgående för den praktiska rättstillämparen, och dennes behov vid upprättandet av konvertibelvillkoren.

Att mandatory convertibles och andra kapitalanskaffningsinstrument numera är tillåtna att användas av svenska bolag kan i ett större sammanhang ses som ett led i den *liberaliseringsvåg* som under de senaste åren dragit över de europeiska kapitalmarknaderna. Åtgärder på EU-nivå, t.ex. antagandet och som följd implementering av prospektdirektivet, har vidtagits och har bl.a. syftat till att stimulera tillgängligheten på kapitalmarknaden.

I uppsatsen drivs en tes om mandatory convertibles kan tas upp direkt som eget kapital hos ett emitterande bolag. För att kunna ta upp konvertibeln som eget kapital krävs att det hybrida finansiella instrumentet i hög grad anses vara kapitalbaserat. Som ett led i min strävan att se om mandatory convertibles kan klassificeras som eget kapital görs bl.a. en bedömning utifrån dels prospektdirektivets och dels lagen om handel med finansiella instruments definitioner av *aktierelaterat* finansiellt instrument. Presumtionen är således att om mandatory convertibles kan ses som aktierelaterat instrument enligt direktivet och lagen skall konvertibeln anses var kapitalbaserat och följaktligen kunna utgöra eget kapital i bolaget.

Vid en tolkning utifrån prospektdirektivet kan det konstateras att en diskrepans föreligger mellan definitionsartikeln (art. 2. 1 b) och direktivets ingress kring huruvida mandatory convertibles är att betrakta som aktierelaterade eller ej. Med stöd i Pohls artikel förespråkar jag en tolkning där artikeln i prospektdirektivet ges företräde framför direktivets preambel. Vid en tolkning utifrån artikelns lydelse sker en analys och jämförelse av *vem* som besitter konverteringsrätten. Utifrån detta kan det konstateras att mandatory convertibles omfattar definitionen av aktierelaterat värdepapper när det föreligger en ömsesidig konverteringsrätt. Skulle däremot endast utgivaren ha en rätt att begära konvertering bör en sådan konvertibel inte omfattas av definitionen i artikeln. Artikeln uttrycker nämligen att konvertibelinnehavaren skall ha en *rätt* (inte tvingas) att förvärva värdepapper.

I lagen om handel med finansiella instrument uttrycks i 1 kap. 1 § (definitionsparagrafen) att konvertibler där utgivaren har rätt att begära konvertering – som vid mandatory convertibles – skall utgöra ett aktierelaterat finansiellt instrument. Lagstiftaren använder en tvingade konvertibel som exempel på ett instrument som kan utgöra ett aktierelaterat finansiellt instrument samtidigt som lagstiftaren dessutom uttrycker att ett sådant instrument skall ge en *rätt* till förvärv. Uttryckssättet är motsägelsefullt – en konvertibelinnehavare har inte en *rätt* att förvärva om denne *tvingas* att konvertera – och är därav inte i paritet med prospektdirektivets definition. Enligt min uppfattning borde dock en mandatory convertible med en fastställd automatisk konverteringsdag kunna

tolkas in i LHF:s definitionsparagraf som ett aktierelaterat finansiellt instrument. Trots den motsägelsefulla formuleringen som uttrycker att en *tvingande* konvertibel innebär en *rätt* till förvärv för konvertibelinnehavaren, utgör emellertid en mandatory convertible med *automatisk* konvertering en rätt till förvärv för konvertibelinnehavaren men dock samtidigt en skyldighet för den samme att konvertera. Den avtalade automatiska konverteringsdagen utesluter således inte att en *rätt* till förvärv föreligger.

Aktieägare och långgivare är de två grupper som huvudsakligen förser ett bolag med kapital. Vid granskningen av huruvida mandatory convertibles kan utgöra eget kapital eller främmande kapital hämtar jag vägledning från de avsikter och intressen som aktieägarna respektive mer traditionella borgenärer har med sitt konvertibelinnehav. Relationen aktieägare och bolag uttrycker vid en sådan analys avsikter och intressen som pekar för en karaktärisering av mandatory convertibles som eget kapital. Relationen borgenär och bolag uttrycker däremot avsikter och intressen som talar för en klassificering som främmande kapital. Ovan nämnda intressen tjänar som grund för en bedömning av olika konvertibelvillkor detta för att finna vilka villkor som kan presumera ett upptagande av konvertibeln som eget eller främmande kapital.

En aktieägare har en högre riskvillighet än en långgivare varför konvertibelvillkor som innebär en hög risk (avtalad konverteringskurs, konjunktur och bransch kan ligga till grund för en sådan bedömning) talar för en klassificering av konvertibeln som eget kapital. Kortsiktighetsproblemet åskådliggör en intressekonflikt där aktieägaren förespråkar tidsmässigt kortare investeringar med snabba kassflöden som följd medan en borgenär föredrar investeringar som är mer lönsamma, fast på längre sikt. Konvertibelvillkor som stipulerar en möjlighet till konvertering inom en närliggande framtid (från emissionsdagen sett) innebär således en presumtion för konvertibeln som kapitalbaserad. Skulle villkoren däremot ange att en konvertering är möjlig först efter det att en längre tid passerats presumeras konvertibeln istället vara skuldbaserad. Konverteringskurser vilka i hög utsträckning är direkt beroende av aktiens marknadsvärde bör ses som aktieägarrelaterade och därav presumera ett upptagande av konvertibeln som eget kapital. På motsvarande vis innebär en reglering vilken inte direkt är marknadsberoende, utan istället har konverteringskurser som ger ett visst "säkerhetsintervall" vid en kraftig nedgång av aktiekursen, en mindre risk och presumerar därav en klassificering som främmande kapital. En sådan reglering innebär att en *förutsägbarhet* föreligger vilket föranleder trygghet. Förutsägbarhet och trygghet är egenskaper som en ägare till bolagets främmande kapital (utlånare) ofta söker.

Av tradition är angloamerikanska rättssystem (common law) mer aktieägarvänliga utformade än kontinentaleuropeiska (civil law). De kontinentaleuropeiska rättssystemen är istället mer borgenärsvänliga än de angloamerikanska. De aktieägarvänliga jurisdiktionerna har i regel en mer

utvecklad och mer tillgänglig kapitalmarknad än de borgenärsskyddande. Den senare är emellertid närmare sammankopplad med en mer utvecklad marknad för extern upplåning. Denna ”uppdelning” föranleder intressanta aspekter vid utformningen av konvertibelvillkor, när ett bolag vill skapa efterfråga och uppnå stor framgång med en emission av mandatory convertibles. En konvertibelinnehavare i en borgenärsvänligare jurisdiktion bör vara mer intresserad av att behålla sin karaktär som just borgenär, varför denne inte bör önska att konvertibelinnehavet skall tas upp som eget kapital. Denna innehavare bör således sträva efter konvertibelvillkor vilka presumerar att konvertibeln skall anses skuldbaserad. Call protection-villkor utgör konvertibelvillkor vilka talar för en klassificering av konvertibeln som skuldbaserad istället för kapitalbaserad. Ett sådant villkor innebär att innehavaren under en avtalad tidsperiod är skyddad mot utgivarens rätt att tvinga fram en konvertering. Emitterande bolags möjlighet till att tvinga fram en konvertering förskjuts alltså fram i tiden. Sett ur emitterande bolags perspektiv borde följaktligen sådant bolag i en borgenärsvänligare jurisdiktion möta störst efterfrågan på sina konvertibler om konvertiblerna har starka call protection-villkor (presumerar konvertibeln som skuldbaserad). Motsatsvis borde emitterande bolag i en aktieägarvänlig jurisdiktion möta störst efterfrågan om konvertiblerna har svaga call protection-villkor (presumerar konvertibeln som kapitalbaserad), då rörligheten för kapitalbaserade konvertibler är större i en sådan jurisdiktion.

Kapitalskyddsreglerna tar till vara borgenärernas intressen och deras önskan om skydd och säkerhet av sitt utlånade kapital. ABL:s likvidationsregler utgör ett led i dessa kapitalskyddsregler. Vid en likvidation skall ett bolags skulder först betalas innan bolagets egendom fördelas mellan aktieägarna. Härav följer att vid en likvidationssituation kan det innebära en fördel i form av återbetalt konvertibelbelopp om konvertiblerna klassificeras som skuld. Klassificeras konvertibelbeloppet som eget kapital kan återbetalning av beloppet eventuellt utebli i och med att efter det att skulderna har betalats föreligger det troligt att återstående egendom i bolaget är minimal, i vart fall betydligt reducerat. Således torde en konvertibelinnehavare i en likvidationssituation vara benägen att konvertibeln utgör främmande kapital. Bolaget i likvidationssituation borde istället vid denna situation vara benägen att få konvertibelbeloppet klassificerat som eget kapital, om det tidigare var klassificerat som främmande kapital. En viss möjlighet till detta ges vid tidpunkten då en styrelse åläggs upprätta en kontrollbalansräkning, då tillåts nämligen att vissa *omvärderingar* företas. På grund av den hybrida karaktären hos mandatory convertibles kan det tänkas att aktuellt konvertibelbelopp kan omvärderas från att ha varit upptaget som skuld till att utgöra eget kapital, om konvertibels egenskaper tillåter detta.

Om en potentiell konvertibelförskafter gör bedömningen att bolaget han eller hon funderar att införskaffa konvertibler i är ett högriskbolag, kan en noggrannare granskning av vad som gäller vid en eventuell likvidationssituation i bolaget vara högst relevant att företa. Det kan vidare även vara all idé att reglera denna situation i konvertibelvillkoren sett ur emitterande bolags perspektiv. Det kan nämligen t.ex. tänkas att

konvertibelvillkoren uttrycker att vid en likvidationssituation skall en tvångskonvertering ske. Ett sådant villkor kan innebära räddningen för emitterande bolags fortsatta existens. Ett sådant villkor kan även träda in som räddning för en styrelses personliga ansvar, genom att en avtalad tvångskonvertering sker just innan skyldigheten att upprätta den första kontrollbalansräkningen inträder.

Vid en internationell utblick synes en mandatory convertible med *automatisk* konvertering vara den härskande formen av mandatory convertible. En sådan konvertibel innebär att parterna har avtalat om en framtida konverteringsdag, där en konvertering kommer att ske automatiskt. En sådan konvertibel innebär således en *ömsesidig* rätt, och skyldighet, till konvertering. En mandatory convertible med automatisk konvertering medför att risken för en negativ utveckling av ett bolags aktie förflyttas från det emitterande bolaget till investeraren. I gengäld erhåller investeraren en avkastning som är högre än den normala. I förarbetena till ABL berörs sparsamt hur en mandatory convertible kan vara utformad. Förarbetenas behandling kan huvudsakligen ses som ett koncist tillåtande av mandatory convertible som kapitalanskaffningsinstrument. Det framgår dock tydligt att det utgivande företaget kan tvinga konvertibelinnehavaren till konvertering. Det är min uppfattning att förarbetenas formulering inte utesluter ett användande av mandatory convertibles med automatisk konvertering på den svenska kapitalmarknaden.

Kreditvärderingsinstitut, bl.a. Fitch Ratings och Standard & Poor's, tenderar att betrakta mandatory convertibles som kapitalbaserade instrument. Institutet gör värderingar utifrån konvertibelvillkoren och bedömer bl.a. investerarens "skyddsnivå". För att en konvertibel skall klassificeras som eget kapital krävs att villkoren huvudsakligen påminner om de villkor som råder mellan aktieägare och bolag, snarare än villkoren i förhållandet mellan kreditgivare och bolag. Mer specifikt måste villkoren medge att en konvertering skall ske även om den skulle innebära en förlust för konvertibelinnehavaren. Vidare måste villkoren tillåta att det emitterande bolaget vid en likvidationssituation tillåts skjuta upp betalningarna till konvertibelinnehavaren. Saknar konvertibelvillkoren dessutom förfallotid, call protection-villkor samt i övrigt närmare skydd för investeraren är sannolikheten hög för att en mandatory convertible skall klassificeras som eget kapital. Om en mandatory convertible innehar en tvingande komponent och villkor som möjliggör en konvertering kort tid efter emissionen presumeras konvertibeln vara kapitalbaserad. Flera kreditvärderingsinstitut bedömer mandatory convertibles som kapitalbaserade eftersom de fungerar – likt ett bolags aktier – som en buffert för skulder som har bättre rätt.

Mandatory convertibles med villkor om automatisk konvertering betraktas således som ett kapitalbaserat finansiellt instrument. Ett sådant instrument höjer bolagets kreditvärdighet. Det suveräna med en mandatory convertible med automatisk konvertering är det högre kreditvärdet instrumentet ger bolaget i kombination med att bolaget tillskjuts kapital utan att skuldsätta sig. T.ex. kommer instrument väl till pass för ett skuldyngt bolag som vid

en emission av mandatory convertibles inte bara får in nytt kapital i bolaget utan även samtidigt förbättrar sin kreditvärdighet. Dessutom slipper bolaget vidta mer traditionella kapitalanskaffningsmetoder som t.ex. ett utgivande av teckningsrätter vilket kan uppfattas som ett tecken på desperation om det inte motiveras på relevant sätt. Vidare innebär instrumentet att ett bolag (oavsett skuldsättningsgrad) kan tillförsäkra sig en hög kreditvärdighet och samtidigt behålla en fortsatt möjlighet att utge fler skuldbaserade instrument.

Med beaktande av att mandatory convertibles med en automatisk ömsesidig konverteringsrätt anses vara ett aktierelaterat finansiellt instrument enligt prospektdirektivet och lagen om handel med finansiella instrument, samt att etablerade kreditvärderingsinstitut anser instrumentet vara i hög grad kapitalbaserat och även bedömer instrumentet som en generator för högre kreditvärdighet, anser jag det vara underbyggt att en mandatory convertible är så pass kapitalbaserad att den *kan* tas upp som eget kapital. Innebär konvertibelvillkoren dessutom att förhållandet mellan konvertibelinnehavare och emitterande bolag liknar förhållandet mellan aktieägare och bolag ökar sannolikheten för en klassificering som eget kapital. Sådana villkor kan t.ex. innebära risktagande, ett påtagligt marknadsberoende och möjligheten att tillgodose ett kortsiktigt avkastningskrav. Om villkoren anger att en tvångskonvertering skall ske vid en likvidationssituation är det en ytterligare egenskap som tyder på en kapitalbaserad syn.

Det har ovan konstaterats att angloamerikanska rättssystem är mer aktieägarvänliga än de kontinentaleuropeiska rättssystemen, vilket föranleder en mer tillgänglig kapitalmarknad. De kontinentaleuropeiska rättssystemen är istället mer borgenärsvänliga, med en – i jämförelse med de angloamerikanska rättssystemen – mindre tillgänglig marknad för kapitalbaserade instrument och en mer utvecklad upplåningsmarknad. Det faktum att mandatory convertibles har varit frekvent använda på den amerikanska kapitalmarknaden sedan tidigt 1990-tal kan ses som ett uttryck för att det angloamerikanska rättssystemet är mer aktieägar- och kapitalvänligt. Det är därför som kapitalbaserade finansiella instrument enklare etableras där. Det skall härvid framhållas att de kontinentaleuropeiska länderna tenderar att gå från en borgenärsvänlig mot en mer aktieägarvänlig kapitalreglering. Enligt La Porta m.fl. urskönjs dessa tendenser i de kontinentaleuropeiska länderna och då huvudsakligen i tyskbaserade rättsordningar och i de skandinaviska rättsordningarna.<sup>162</sup> Tendensen med en reglering som öppnar upp för kapitalbaserade finansieringar framför skuldbaserade leder till att fler typer av kapitalbaserade instrument tillåts. Det svenska erkännandet av mandatory convertibles kan ses som ett led i denna tendens. Att bedöma mandatory convertibles som ett kapitalbaserat instrument ligger således i linje med det större perspektivet vi befinner oss i, eller i vart fall är på väg mot; en mer kapitalfinansieringsvänlig syn och reglering. Tendensen med ett mer egetkapitalvänligt finansieringsklimat ligger som grund för en utveckling

---

<sup>162</sup> La Porta m.fl. *Journal of Finance* (1997) och La Porta m.fl. *Journal of Political Economy* (1998).

där villkoren för mandatory convertibles fortsättningsvis bör ta formen av att vara huvudsakligen kapitalformulerade istället för skuldformulerade. Detta stärker tesen om att emitterande bolag, även fortsättningsvis, direkt skall kunna ta upp mandatory convertibles som eget kapital, i synnerhet när konvertibelvillkoren uttrycker en automatisk konvertering.

# Käll- och litteraturförteckning

## Offentligt tryck

CESR/03-300	CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospective Directive
Direktiv 2003/71/EG	Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG av den 4 november 2003 om de prospekt som skall offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG
FASB Standards No. 150	Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity
Förordning (EG) 809/2004	Kommissionens förordning (EG) nr 809/2004 av den 29 april 2004 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om information i prospekt, dessas format, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och annonsering
IFRS/IAS 2005	Internationell redovisningsstandard i Sverige
Prop. 2000/01:150	Likvidation av aktiebolag m.m.
Prop. 2004/05:85	Ny aktiebolagslag
Prop. 2004/05:158	Prospekt
Prop. 1975:103	Om förslag till ny aktiebolagslag, m.m.
SOU 1941:9	Lagberedningens förslag till lag om aktiebolagslag m.m.
SOU 1971:15	Förslag till aktiebolagslag m.m.
SOU 2004:95	Prospekt – Nya regler om prospekt m.m.

## Litteratur

af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, Studentlitteratur, Danmark, 2006.

Andersson, Jan, *Kapitalskyddet i aktiebolag*, 4:e uppl., LitteraturCompagniet AB, Stockholm, 2002.

Artsberg, Kristina, *Redovisningsteori: –policy och –praxis*, 2:a uppl., Liber ekonomi, Malmö, 2005.

Bergström, Clas, Samuelson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 2:a uppl., Norstedts Juridik AB, Göteborg, 2001.

Borgström, Carl, *Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer. Några aktiebolagsrättsliga synpunkter.*, P A Norstedts & Söners förlag, Stockholm, 1970.

Danielsson, Erik, *Aktiekapitalet: studier över aktiebolagets kapitalkonstruktion enligt svensk rätt*, C W K Gleerup, Lund, 1952.

Edenhammar, Hans, Thorell, Per, *Företagens redovisning – att förstå årsredovisningar*, 5:e uppl., Iustus Förlag AB, Uppsala, 2005.

Mattsson, Nils, *Aktiebolagens finansieringsformer – en undersökning av reglerna om realisationsvinst*, P A Norstedts & Söners förlag, Lund, 1977.

Nerep, Erik, *Aktiebolagsrättsliga studier – särskilt om kapitalskyddet*, Juristförlaget JF AB, Stockholm, 1994.

Nyman, Michael, *Risikkapital – Private equity- och venture capital-investeringar*, Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2002.

Nial, Håkan, omarbetad av Johansson, Svante, *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, 7:e uppl., Norstedts Juridik, Stockholm, 2000.

Peczenik, Aleksander, *Juridikens teori och metod*, Norstedts Juridik, Stockholm, 1995.

Rodhe, Knut, bearbetad av Rolf Skog, *Aktiebolagsrätt*, 20:e uppl., Norstedts Juridik AB, Stockholm, 2002.

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2005.

Schuster, Walter, *Redovisning av konvertibla skuldebrev och konvertibla vinstandelsbevis – klassificering och värdering*, EFI, Stockholm, 1995.

## Artiklar

Chemmanur, Thomas, Nandy Debarshi, Yan An, "Why Issue Mandatory Convertibles? Theory and Empirical Evidence." Boston College/Fordham University 2003. [cit. Chemmanur m.fl. (2003)]

Edenhammar, Hans, "Måste redovisningen vara så komplicerad?", *Balans*, nr. 6-7, s. 22-24, 2004.

Hanqvist, Dan, "Näringsrättens splittring – exemplet med de finansiella marknaderna", *FT*, s. 23-56, 2006.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, volym 52, nr. 3, s. 1131–1150, 1997. [cit. La Porta m.fl. *Journal of Finance* (1997)]

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., "Law and finance." *Journal of Political Economy* 106, s. 1113– 1155, 1998. [cit. La Porta m.fl. *Journal of Political Economy* (1998)]

Korkeamaki, Timo P., "Effects of law on corporate financing practices - international evidence from convertible bond issues", *Journal of Corporate Finance* 11, s. 809– 831, 2005.

Marshall, Tom, "Will mandatories catch on in Europe?", *Euromoney*, volym 34, Iss. 405, s. 8, jan. 2003 .

Myers, Stewart C., "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, s. 147-175, 1977.

Pehrson, Leif, "Förvärv av egna konvertibler och teckningsrättsoptioner", *Festskrift till Gotthard Calissendorf*, s. 219-240, 1990.

Pohl, Jens, "Något om prospektivets definition av aktierelaterade värdepapper och dess implementering i svensk rätt", *FT*, s. 187-222, 2006.

Rotaru, Camelia S, "On Financing with Convertible Debt: What Drives the Proceeds from New Convertible Debt Issues?" *Journal of American Academy of Business*, Cambridge. Hollywood, vol.10, s. 78 ff., sep. 2006.

Saidac, Christoffer, Wibom, Hans, "Preferensaktier, konvertibla skuldebrev och andra hybridinstrument", Skog, Rolf (red.), *Nyemissioner av aktier – de lege lata och de lege ferenda*, 2004.

Tivéus, Ulf, "Följändringar med anledning av ny aktiebolagslag m.m.", *SkatteNytt*, nr. 1-2, 2006.

Thorell, Per, "Redovisningen som grund för vinstutdelning", *JT*, s. 366-394, 2005/06.

## Övriga tidsskrifter

Beales, Richard, Hybrids 'behave like debt' Securities, *Financial Times*, London, den 7 apr. 2006.

"Hengeler advises on Germany's biggest mandatory convertible", *International Financial Law Review*, apr. 2003.

"Hybrids: Fitch streamlines its hybrids classification", *Euromoney*, London, jul. 2006.

"Portugal frees corporate bonds", *International Financial Law Review*, London, apr. 2006.

"Open Energy Debentures Converted", *FinancialWire*, Forest Hills, den 28 sep. 2006.

Solomon Samson, "High standards associated with hybrids "high equity content" category", *Derivatives Financial Products Report*, Vol. 7, 2:a uppl., New York, okt. 2005.

## Pressmeddelande, börsprospekt, finansiella rapporter och övriga referenser

A-com AB, Pressmeddelande 6 februari 2006, "A-Com emitterar tvingande konvertibler ("mandatory convertible")".

A-com AB, Pressmeddelande 30 mars 2006, "A-Com påkallar konvertering – soliditeten ökar till 40 procent".  
<http://hugin.info/130634/R/1042270/169970.pdf>, den 6 november 2006.

Deutsche Telecoms AG:s rapport "Form 6-K Q2 2006" till SEC för augusti 2006.  
<http://download-dtag.t-online.de/deutsch/investor-relations/4-finanzdaten/geschaeftsberichte/2006/Form-6-K-Q2-2006.pdf>, den 24 oktober 2006.

Deutsche Telecoms AG:s årsbokslut 2005.  
[http://download-dtag.t-online.de/englisch/investor-relations/4-financial-reports/annual-financial-statements/ag\\_2005\\_e.pdf](http://download-dtag.t-online.de/englisch/investor-relations/4-financial-reports/annual-financial-statements/ag_2005_e.pdf), den 24 oktober 2006.

Deutsche Telecoms AG:s årsbokslut 2003.  
[http://download-dtag.t-online.de/englisch/investor-relations/4-financial-reports/annual-financial-statements/ag\\_2003\\_e.pdf](http://download-dtag.t-online.de/englisch/investor-relations/4-financial-reports/annual-financial-statements/ag_2003_e.pdf), den 24 oktober 2006.

Deutsche Telecom AG:s emissionsbörsprospekt "Guaranteed Mandatory Convertibles Bonds due 2006" (daterat den 23 maj 2003).  
<http://download-dtag.t-online.de/englisch/investor-relations/5-publications/3-prospectus/Mandatory-convertible.pdf>, den 24 oktober 2006.

Standard & Poor's Corporate Ratings Criteria 2006.  
[www.corporatecriteria.standardandpoors.com](http://www.corporatecriteria.standardandpoors.com). alt.  
[http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/corporateratings\\_2006.pdf](http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/corporateratings_2006.pdf), den 8 november 2006.

FASB:s web-sida "Project Updates".  
<http://www.fasb.org/project/liabeq.shtml>, den 13 september 2006.

Samtal med Erik Sjöman, advokat vid Advokatfirman Vinge, den 6 december 2006.

# Rättsfallsförteckning

NJA 1935 s. 642

NJA 1988 s. 620

NJA 1993 s. 484

NJA 1996 s. 3

NJA 1999 s. 304