

Styrelsens förslag om utgivande av syntetiska optioner

Styrelsen för AB Havsfrun (publ.), organisationsnummer 556311-5939 ("Bolaget" eller "Havsfrun") föreslår att årsstämman beslutar om utgivande av Havsfruns Syntetiska Optionsprogram 2007/2016 ("Optionsprogrammet") i enligt med följande.

Styrelsen föreslår att ett erbjudande om att förvärva syntetiska optioner riktas till personalen i placeringsgruppen (undantaget personal vars anställning är under upphörande). Styrelsen har beslutat att förslaget skall underställas årsstämman och att för giltigt beslut skall krävas att beslutet biträds av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid årsstämman företrädde aktierna.

Styrelsen föreslår att årsstämman beslutar att ge ut högst totalt 6 360 000 syntetiska optioner, ("Optionerna"), högst 2 120 000 Optioner av varje serie skall ges ut:

- syntetiska optioner 2007/2010, med en löptid på tre år;
- syntetiska optioner 2007/2013, med en löptid på sex år; och
- syntetiska optioner 2007/2016, med en löptid på nio år.

Villkoren för de tre serierna Optioner är identiska, undantaget Optionernas teckningskurs och slutdag.

Syntetiska optioner kan, till skillnad från teckningsoptioner, inte minska aktieägares direkta andel av antalet aktier eller röster i Bolaget, eftersom syntetiska optioner primärt ska kontantregleras.

Bolaget förbehåller sig dock rätten att, efter beslut av bolagsstämman, fullgöra eventuella betalningar till innehavarna av Optionerna i form av B-aktier i Bolaget, vilket i så fall kommer att ske genom kvittningsemission. Styrelsen strävar generellt sett efter att öka personalens ägande i Havsfrun på lång sikt, därför faller det sig naturligt att Optionerna löses med betalning i aktier snarare än kontanter. Eftersom eventuella kvittningsemissioner kräver framtida bolagsstämmobeslut, så blir frågan om utspädning i samband med kvittningsemission aktuell först vid framtida bolagsstämmor.

Optionerna kommer att marknadsvärderas av en oberoende expert i anslutning till förvärvstidpunkten, som föreslås vara den 30 april 2007. Nedan följer ett exempel i syfte att visa vad priset för samtliga Optioner hade varit om förvärvspriset hade fastställts per den 31 januari 2007. Beroende på utvecklingen av underliggande faktorer kan det slutgiltiga priset komma att avvika från nedan redovisat pris.

Förvärvspriset per Option skulle, per den 31 januari 2007, ha varit 49 öre för Option 2007/2010, 36 öre för Option 2007/2013 och 24 öre kronor för Option 2007/2016, ett pris motsvarande det teoretiska marknadsvärdet för respektive serie enligt Black & Scholes värderingsmodell. Det sammanlagda förvärvspriset för Optionerna uppgår, i detta exempel, till 2 291 932 kronor.

Det föreslagna optionsprogrammet presenteras mer utförligt i följande bilagor:

- Bilaga 1 – Motivering av optionsprogrammets principiella uppbyggnad och omfattning.
- Bilaga 2 – Villkor för AB Havsfruns syntetiska optioner 2007/2010.
- Bilaga 3 – Varför ett mer omfattande och bredare personaläggande i Havsfrun?
- Bilaga 4 – Förenklad beskrivning av Optionsprogrammet.
- Bilaga 5 – Tilldelning.
- Bilaga 6 – Optionernas värde – matematisk beräkning vid emissionen.
- Bilaga 7 – Exempel på utfall.
- Bilaga 8 – Kortfattad beskrivning av beredningen av styrelsens förslag.
- Bilaga 9 – Värderingsutlåtande.

Motivering av optionsprogrammets principiella uppbyggnad och omfattning

Grunder

Styrelsen anser att det är strategiskt viktigt att personalen, särskilt de nyckelpersoner som direkt bidrar till Bolagets resultat, är betydande ägare i Bolaget och därmed får ett tydligt ägarintresse. Som ägare ser man särskilt noga till Bolagets långsiktiga intressen. Genom Optionsprogrammet skapas en förstärkt intressegemenskap mellan aktieägare och placeringsgruppen.

Styrelsen har tidigare uppmuntrat personalens aktieköp, och Bolaget har i viss mån medverkat till dess finansiering. Alla kan dock inte delta i större omfattning eftersom aktieförvärv kräver finansiella resurser. Innehavet har därför stannat på en låg nivå i förhållande till vad som, enligt styrelsen, är önskvärt. Styrelsen har därför noggrant utvärderat olika alternativa möjligheter för att på marknadsmässiga villkor öka personalägandet. Av alla de alternativ som har utretts framstår utgivande av syntetiska optioner som bäst lämpat från Havsfruns perspektiv.

Styrelsen avser att personalägandet skall ökas genom en tvåstegsmodell, där det första steget är att optionerna i sig ger ett ägarintresse. Det andra steget är att styrelsen avser att eventuella optionsvinster skall användas av personalen till köp av aktier i Bolaget, vilket möjliggörs genom att Bolaget förbehåller sig rätten – under förutsättning av kommande bolagsstämmobeslut - att genom kvittningsemission lösa Optionerna med B-aktier istället för med ett kontantbelopp. På lång sikt innebär detta att Bolagets nyckelpersoner förhoppningsvis bygger upp ett betydande aktieäggande.

Syftet

Syftet med nyckelpersonalens aktieäggande är att de skall tänka som aktieägare och avväga avkastning och risk på ett sätt som gynnar aktieägarna som helhet. Styrelsen vill dessutom varaktigt knyta framgångsrik personal till Bolaget, så att de inte faller för alla de lockelser som finns på marknaden för dem som visat framfötterna. Det är inte lika naturligt att lämna ett bolag där man har ett betydande ägarintresse, jämfört med ett bolag där detta saknas.

Målvariabel

Det är vanligt på marknaden att incitamentprogram tar sikte på att maximera Bolagets börskurs. Detta har dock sina avigsidor. För Havsfruns vidkommande anser styrelsen att ett sådant program skulle kunna bli missvisande och inte nödvändigtvis vara avhängigt av huruvida Bolaget gör framsteg eller inte.

Styrelsens förslag innebär därför att Bolagets substansvärde skall vara målvariabeln. Om substansvärdet ökar så är det otvetydigt att Bolaget har gjort framsteg, och vice versa. Det är därför substansstillväxten som styrelsen primärt vill sätta i fokus.

Avkastningskravet

Många bolag har fasta avkastningskrav, t ex en avkastning om 10 procent per år. För Havsfruns vidkommande kan samma sak uppställas på lång sikt. Men både på kort och på lång sikt är Havsfrun till följd av sin verksamhet beroende av aktiemarknadsutvecklingen. Ett fast avkastningskrav är lättare att uppfyllas i högkonjunktur än i lågkonjunktur, varför personalens prestation blir svår att utvärdera löpande om man har ett fast avkastningskrav.

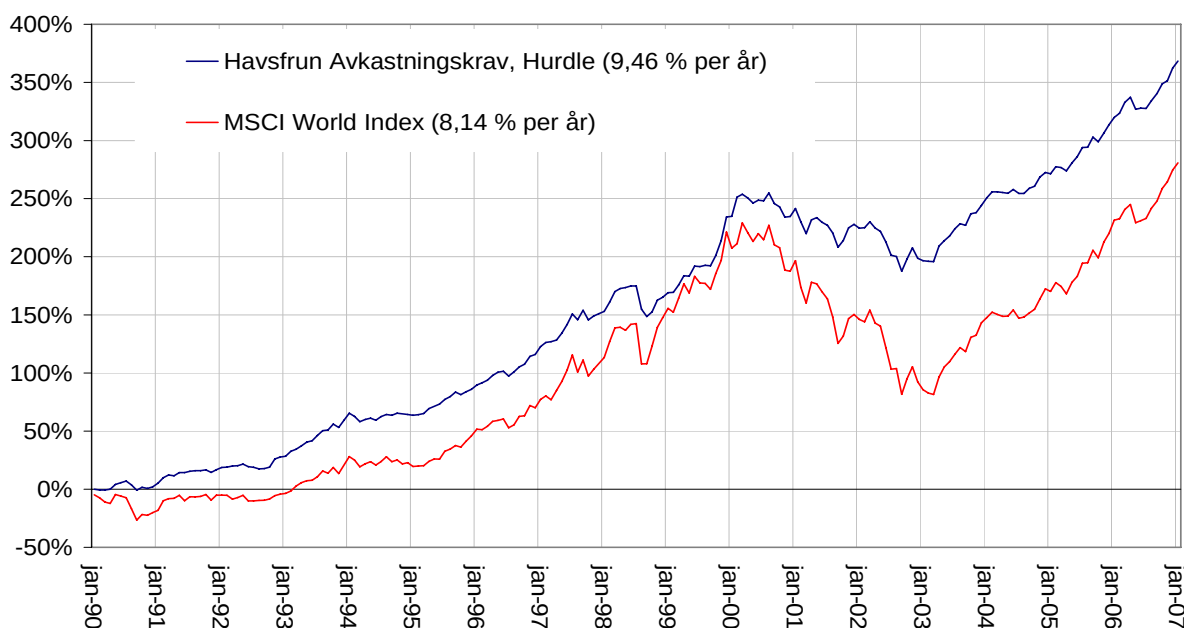
Bolaget har därför komponerat ett avkastningskrav som delvis är fast och delvis är rörligt.

På lång sikt har aktiemarknaden avkastat ungefär motsvarande statsobligationer med ett tillägg av 4,6 procentenheter (den s.k. aktiepremien)¹ och reellt ca 5,8 procent (alltså över den rådande inflationen). Därutöver anser styrelsen att aktiemarknadens utveckling även på kort sikt – löpande – bör slå igenom, både vad gäller Sverige (OMX Stockholm Benchmark) och världen (MSCI World). Styrelsen anser också att Bolaget bör uppträda försiktigt, ungefär som internationella hedgefonder traditionellt har gjort. Därför har två internationellt erkända index för hedgefonder adderats till avkastningskravet.

Poängen med denna korg av underliggande index är att fixera ett realistiskt, men ändå högt och jämnt avkastningskrav för Bolagets substansstillväxt, som dessutom, löpande, vid var tid, också tar viss hänsyn till varierande marknadsförutsättningar. När det är lätt att tjäna pengar på världens börser skall avkastningskravet vara högt och när det är svårt skall avkastningskravet vara lägre. För att fastställa Bolagets avkastningskrav/hurdle skall från denna korg av underliggande index en genomsnittlig kostnadsandel om en (1) procentenhet per år dras av. Bolagets kostnader ligger betydligt högre men de kostnader som överstiger en (1) procentenhet skall först intjänas innan avkastningskravet kan bli uppnått.

På detta sätt har styrelsen ställt upp ett avkastningskrav som påverkas av aktiemarknadens rörelser upp och ner men som ändå visar en betydligt större stabilitet än aktiemarknaden själv. Detta svarar väl emot Havsfruns ambition att uppnå en hög s.k. riskjusterad avkastning. Diagrammet nedan visar hur detta avkastningskrav ser ut historiskt från 1990, jämfört med den globala aktiemarknaden.

Historisk avkastning MSCI World och Havsfrun Avkastningskrav



Havsfruns avkastning efter skatt

Den valda hurdlen utgörs av ett avkastningskrav efter inkomstskatt. Normalt sett konsumerar inkomstskatten nästan 30 % av bruttointkomsten vad gäller aktiebolag och andra dubbelbeskattade subjekt. Ett 30-procentigt avdrag skulle naturligtvis utgöra en enormt stor börda även för Havsfrun. Anledningen till att Havsfrun ändå räknar med att klara hurdlen efter inkomstskatt är helt enkelt att bolaget planerar en övergång till investmentföretag vad gäller skatterättslig status. Investmentföretag skattar nämligen – även om de är aktiebolag - på ett annat beräkningsunderlag än vad som gäller aktiebolag för övrigt. Skatten beräknas utifrån en schablonmodell där man gör avdrag för bl a

¹ Det är tämligen vedertaget att på lång sikt uppskatta aktiemarknadens avkastning till motsvarande statsobligationsräntan med ett procentuellt tillägg, den s.k. aktiemarknadspremien. Detta varierar dock och någon exakt siffra finns inte. Med stöd av litteraturen har här dock rimligtvis antagits ett tillägg av 4,6 procentenheter (se t ex Dimson, Marsh, Staunton: Triumph of the Optimists).

utdelning. Detta innebär att ett investmentföretag som delar ut stor del av vinstmedlen i praktiken slipper en annars svårt betungande dubbelbeskattning. Investmentföretagen erhåller alltså därmed en skattemässig ställning utan konkurrensnackdel gentemot bl.a. aktiefonder och liknande. Eftersom aktiefonder och investmentföretag ur delägarperspektiv fyller likartade funktioner så är detta skatterättsligt fullt berättigat. Havsfruns räknar därför med att avkastningsmässigt kunna uppnå och avräkna en avkastning jämförbar med fonderna, dvs. i realiteten en avkastning efter bolagets egen inkomstskatt (men givetvis före delägarnas egen inkomstbeskattning).

Valutahanteringen i optionsprogrammet

Det är svårt att vid alla tillfällen hantera valutaeffekter på ett effektivt sätt. För Havsfrun har fn valutaexponeringen emot amerikanska dollar störst betydelse, åtminstone vad gäller primär valutaexponering. Trots avsevärda svängningar har den svenska kronan trendmässigt försvagats gentemot dollarn alltsedan 1970.

Havsfrun här därvid främst två val: endera att låta valutakursförändringar slå igenom eller att säkra bort dem genom t ex valutaterminer. Att tillåta ett rakt genomslag kommer sannolikt på grund av stora fluktuationer att ge betydande svängningar i avkastningen. Dessa har ganska liten relation till valet av underliggande placeringar. Dessutom skulle ett varaktigt genomslag tendera att ge Havsfrun en viss trendmässig försvagning om man ser till internationell köpkraft.

Alternativet är att säkra bort valutarörelser, t ex genom valutaterminer. Kostnaden för positionsskydd genom valutaterminer är kopplade till ländernas inbördes ränteskillnader. Sett över tid från t ex 1993 har räntedifferenserna för Sverige emot USA varit omväxlande positiva och negativa. Det innebär att valutasäkring omväxlande har givit vinst eller förlust. Över tiden skulle en full valutasäkring av SEK visavi USD ha givit en liten vinst. Det har alltså genomsnittligt varit i någon mån "lönsamt" att säkra svenska kronan mot dollar, om man får uttrycka sig förenklat. Samtidigt skulle full valutasäkring ändå ha inverkat slumpartat på vinsten alltsedan 1993. Ibland förstorat vinsten och ibland ha förminskat den, egentligen beroende på tur eller i vart fall utan att detta speglar skickligheten att välja underliggande placeringar.

Styrelsen har därför valt att strukturera de Optionerna på sådant sätt att valutainfluensen exkluderas. Värdepapper kan ju nästan alltid denoteras i olika valutor. Det är t ex inte ovanligt att svenska, internationellt verksamma, företag lånar upp medel i t ex USD. Man kan ju exempelvis alternativt uppta realräntelån, lån i euro eller kronor, eller i en på visst sätt sammansatt korgvaluta, etc.

I Havsfruns fall förhåller det sig på liknande sätt vad gäller Optionerna. 'I realiteten' har Optionerna – på grund av det underliggande Optionsvillkoret att neutralisera de valutaeffekter som kommer via svenska kronans utveckling – mer eller mindre emitterats i vad som egentligen kan kallas en valutakorg, nämligen motsvarande Havsfruns (vid var tid) faktiska portföljinnehåll såsom denna exponerar Havsfrun emot andra valutor än SEK.

Styrelsen har helt enkelt ansett det mer ändamålsenligt att - via nämnda valutaklausuler i justeringsvillkoren för formlerna för beräkning av optionsvärdena - i realiteten åstadkomma en sådan internationell "valutakorgs-denotering" än att strikt hålla fast vid en fixering vid 100 procent svenska kronor. Havsfrun är i sina placeringar ett internationellt verksamt företag och det bör speglas i optionsvillkoren, på liknande sätt som det också återspeglas i bland annat Havsfruns bankupplåning i utländska valutor från tid till annan. Effekten blir då i detta fall *likvärdigt* med att optionsvärdena hanteras som att Havsfrun ständigt håller sina positioner säkrade via valutaterminer, dock vid var tid till en långsiktig genomsnittskostnad, nämligen noll (alltså väsentligen som den i praktiken varit alltsedan 1993). En sådan justering har således ett gott empiriskt stöd. Detta innebär dock inte att Havsfrun därmed binder sig vid en totalsäkrad valuta. Spekulative avvikelser kan mycket väl förekomma framöver, men de vilar då på egna meriter och inverkar inte i optionsvärdena, vare sig sådana spekulationer ger vinst eller förlust. De hålls beräkningsmässigt särskilda – och lever vardera

sitt eget liv- på samma sätt som att bolaget t ex kan ha en skuld i dollar oavsett om de säkrar eller inte säkrar denna skuld och oavsett om säkrings- eller spekulationsverksamheten ger en vinst eller förlust.

Marknadspris

Avsikten med optionerna är inte att ge bort något, utan att erbjuda ett personaläggande till marknadspris. En affär till marknadsvärde har ur Bolagets synvinkel den fördelen att personalen bär en viss risk. Därmed skapas ett långsiktigt ägarengagemang hos bolagets nyckelpersoner att se till Bolagets långsiktigt bästa och noggrant överväga riskerna.

Sannolikheten för att uppfylla ett högt avkastningskrav är lägre än sannolikheten att uppfylla ett lågt sådant. Genom att väsentligen knyta Optionernas värde till avkastningskravet blir avkastningskravet högt, vilket medför en lägre värdering av Optionerna än vad som skulle ha varit fallet om avkastningskravet hade varit lågt. Eftersom personalen inte får Optionerna gratis utan måste köpa dem till fullt marknadspris så har detta stor praktisk betydelse. Styrelsen har satt avkastningskravet högt, inte bara för att öka personalens ansträngning, utan även för att värderingen skall vara lägre så att priset på Optionerna blir överkomligt för personalen.

Omfattning

Optionsprogrammet har givits en volym som svarar emot ett rejält utfall i händelse av att Bolaget överpresterar. I händelse av underprestation förfaller Optionerna utan värde, som sig bör. I händelse att resultatet är mycket gott måste Optionerna sammantaget få ett så betydande värde att det grundläggande syftet med överlåtelsen uppfylls, nämligen att värdeutfallet skapar en hållbar och långsiktig ägargemenskap mellan nyckelpersonerna och aktieägarna.

Betalning i aktier

Betalning av ett eventuellt positivt utfall på syntetiska optioner sker normalt i kontanter. Styrelsen vill dock öppna för att bolagsstämman senare skall kunna välja att reglera Optionerna genom betalning i form av egna aktier i stället för kontant betalning. Sådant beslut måste dock fattas av en framtida bolagsstämman. Som styrelsen nu ser det bör dock inlösen av Optionerna, helt eller delvis, ske med aktier varigenom personalen därmed ökar sitt aktieinnehav, om Bolaget har varit framgångsrikt nog att överträffa avkastningskravet.

Frågan är till vilket pris aktierna skall avräknas vid sådan inlösen, nämligen till aktiernas börskurs eller dess substansvärde. Avräkning mot Bolagets börskurs, vilken normalt understiger substansvärdet i ett bolag som Havsfrun, kan leda till utspädning av substansvärde per aktie och därmed även få negativa effekter på börskursen och för aktieägarna. Om avräkning istället sker mot Bolagets substansvärde riskerar istället optionsinnehavarna att råka ut för en "förlust" genom att de tvingas acceptera betalning i form av aktier med ett sammanlagt marknadsvärde understigande det belopp som de annars hade fått ut i pengar. Den lösning som har valts i villkoren är att aktierna avräknas till börskurs ökad med halva substansrabatten, alternativt minskad med halva substanspremien. Därmed möts personalen och Bolaget på halva vägen i denna fråga, vilket styrelsen anser vara en rimlig avvägning, vare sig börskursen då har en substansrabatt eller en substanspremie.

Långsiktighet och jämn avkastning

Styrelsen har som mål att Bolaget skall leverera en långsiktig och jämn avkastning. Optionerna löper därför på tre, sex respektive nio år. Optionsserierna är i detta sammanhang tänkta att komplettera varandra. En riskfylld chansning på överavkastning det tredje året kan t.ex. mycket väl straffa sig på sex års sikt. Likadant kan ett fokus på sex år straffa sig det tredje eller nionde året, o.s.v. För Bolagets och aktieägarnas väl måste alltid det långa och korta perspektivet förenas och avvägas ansvarsfullt och konstruktivt. Målet är en stabil ökning av Bolagets substansvärde.

Styrelsen menar att det föreslagna Optionsprogrammet alltså uppmuntrar samma anda som varje långsiktig aktieägare skulle värna om. Ett kortare optionsprogram med ett enda gemensamt slutdatum skulle skapa ett annorlunda och betydligt mer kortsiktigt fokus i förhållande till Bolagets ägande. I styrelsens förslag bäddas i stället för en långsiktig intressegemenskap mellan de olika värdepappersformerna av ägarskap i Havsfrun.

Vid slutdagen för varje Optionsserie, d.v.s. efter tre, sex respektive nio år, regleras Optionerna. Om tillväxten i Bolagets substansvärde, justerat för vissa faktorer, under varje respektive Optionsseries löptid överstiger avkastningskravet under motsvarande period får Optionerna ett värde som räknas ut baserat på mellanskillnaden mellan tillväxten i substansvärdet och avkastningskravet. Om avkastningskravet överstiger tillväxten i substansvärdet blir Optionerna värdelösa och personalen har förlorat sina satsade pengar. Denna risk avses få en stimulerande effekt.

Kostnaden

Havsfruns potentiella kostnad för Optionerna, givet konstant överavkastning, är som högst då alla tre serier löper parallellt, alltså under de tre första åren. Under denna period konsumerar Optionerna tillsammans cirka 50 procent av den eventuella "överavkastningen" varmed här menas vinsten överstigande avkastningskravet. De tre nästföljande åren (åren 4-6) konsumerar Optionerna sammanlagt cirka 33 procent av överavkastningen. Slutligen de tre sista åren (7-9) konsumerar Optionerna sammanlagt cirka 17 procent av överavkastningen. Sammantaget konsumeras alltså, om man räknar med ett genomsnitt, 33 procent av en eventuell överavkastning (efter skatt) de kommande nio åren.

Det är svårare att på förhand räkna ut den exakta andelen av Bolagets hela vinst (alltså inte bara "överavkastningen") som Optionerna kommer att konsumera, eftersom man på förhand inte kan bestämma avkastningskravet då detta påverkas löpande av den faktiska börsutvecklingens alla upp- och nedgångar. Om man antar en, enligt styrelsens bedömning, mycket optimistisk överavkastning om fem procentenheter och ett avkastningskrav på tio procent, motsvarar dock Bolagets kostnad för Optionerna cirka tolv procent av Bolagets totala vinst. Enligt styrelsens bedömning är det dock mer realistiskt att räkna med en kostnad motsvarande hälften, eller kanske mindre, av den ovan angivna, vilket i så fall innebär en kostnad om sex procent av Bolagets sammanlagda vinst efter skatt.

Det måste vidare noteras att om Bolaget emitterar fler aktier, t.ex. C-aktier i enlighet med förslaget på årsstämman, så kommer de relativa kostnaderna som diskuteras ovan att reduceras, eftersom Optionsprogrammet och dess kostnader ej påverkas av nyemissioner och andra liknande kapitaltillskott. Exempelvis skulle en fördubbling av antalet aktier minska ovanstående relativa kostnader med femtio procent.

Eftersom Optionerna kan lösas genom emission av nya aktier föreslår inte styrelsen några åtgärder för att säkra (hedga) Bolaget mot eventuella kostnader för Optionerna. Styrelsen vill dock ändå uppmärksamma årsstämman på att sådana kvittningsemissioner kommer att kräva framtida bolagsstämmobeslut och att det inte kan garanteras att aktieägarna vid dessa stämmor beslutar för lösen i form av aktier. Det kan därför inte uteslutas att lösen kan komma att behöva ske i form av kontanter, vilket skulle kunna innebära viss tillfällig likviditetspåfrestning för Bolaget.

Kostnadstak

Styrelsen har i optionsvillkoren lagt in ett kostnadstak (CAP) för varje optionsserie, motsvarande fem procent av aktuell substans (efter skatt) med tillägg för redovisad skuld med anledning av Optionerna vid slutförfall för respektive Optionsserie. Denna begränsning kommer därför indirekt att träffa en eventuell kvittningsemission ifall bolagsstämman i framtiden skulle besluta betala lösenbeloppet på så sätt. Styrelsen bedömer för övrigt ett så högt utfall som osannolikt.

Då Optionerna utgör värdepapper som Bolaget överlåter till marknadsvärde påverkas inte Bolagets lönekostnader.

Utspädning

Grundsytet med programmet är att öka personalens ägarintresse i Bolaget, varför man på den grunden kan tycka att det vore lämpligast att betala i aktier. En sådan avräkning innebär dock att ägarstrukturen till viss del förskjuts i och med att det blir en viss utspädning av antalet aktier i Bolaget.

Räkneexempel

I bilaga 7 redogörs för ett antal olika utfallsscenarier. Om en framtida bolagsstämma beslutar om att betalning ska ske i aktier kan man förvänta sig en sammanlagd utspädning om cirka 0 till 9 procent över en 9-årsperiod. För fler detaljerade exempel på utfall, se bilaga 7.

Villkor för AB Havsfruns Syntetiska Optioner 2007/2010

§ 1 Definitioner

I dessa villkor skall följande benämningar ha den innebörd som anges nedan.

”Bankdag” avser dag i Sverige som inte är lördag, söndag eller annan allmän helgdag eller som beträffande betalning av skuldebrev inte är likställd med allmän helgdag i Sverige.

”Beräkningsdag” avser den dag per vilken beräkning av Mellanskillnad skall ske, som skall vara sista dagen i varje månad efter, samt omedelbart föregående, utgivande av Optioner enligt dessa villkor till och med Slutdagen eller den tidigare dag då samtliga Optioner har inlösts av Bolaget enligt § 9 nedan.

”Bolaget” avser AB Havsfrun, org.nr 556311-5939, eller, om AB Havsfrun är moderbolag, koncernen.

”Förfallodag” avser dag då Mellanskillnad förfaller till betalning för någon Option. För det fall Förfallodagen skulle infalla på dag som inte är Bankdag, eller, när dessa villkor anger en viss tid inom vilken Bolaget skall bestämma Förfallodagen, om den sista dagen inom denna tidsfrist skulle infalla på dag som inte är Bankdag, skall Förfallodagen respektive den sista tillåtna dagen för Förfallodag istället vara närmast följande Bankdag.

”Hurdlerate” avser det avkastningskrav, beräknat enligt Bilaga 2 B, som Bolaget ställer på tillväxten i Substansvärdet, såsom anges i Bilaga 2 A.

”Mellanskillnad” avser det belopp, beräknat enligt Bilaga 2 A per den sista Beräkningsdagen före Förfallodagen eller per den tidigare Beräkningsdag som anges i dessa villkor, som Bolaget skall betala Optionsinnehavare per Option vid lösen av Option.

”Total Mellanskillnad” avser Mellanskillnad för samtliga utestående Optioner.

”Option” avser en syntetisk option 2007/2010 utgiven enligt dessa villkor.

”Optionsinnehavare” avser innehavare av Option.

”Relevanta Instrument” avser Optioner samt syntetiska optioner av andra serier och/eller andra instrument, vilka enligt Bolagets beslut skall anses vara Relevanta Instrument.

”Skuld Relevanta Instrument” avser eventuell skuld hänförlig till Relevanta Instrument enligt Bolagets balansräkning.

”Slutdagen” avser den 30 april 2010.

”Substansvärde” avser eget kapital enligt Bolagets balansräkning.

§ 2 Teckningskurs och optionsbevis

Varje Option ges ut till en kurs om [•] kronor. Bolaget skall ställa ut optionsbevis motsvarande en eller flera Optioner. Optionsbevis ställs till viss man (enkelt skuldebrev).

§ 3 Efterställning

Fordran på betalning av Mellanskillnad eller ränta enligt dessa villkor skall i händelse av likvidation, konkurs eller företagsrekonstruktion medföra rätt till betalning ur Bolagets tillgångar efter Bolagets icke efterställda förpliktelser och jämsides (pari passu) med andra efterställda förpliktelser som inte uttryckligen är efterställda fordran enligt dessa villkor.

§ 4 Mellanskillnad

Mellanskillnaden beräknas i enlighet med Bilaga 2 A.

Mellanskillnaden får aldrig överstiga fem (5) procent av Substansvärdet med tillägg för Skuld Relevanta Instrument dividerat med antalet utgivna Optioner. Om Mellanskillnad beräknad enligt Bilaga 2 A överstiger fem (5) procent av Substansvärdet med tillägg för Skuld Relevanta Instrument dividerat med antalet utgivna Optioner skall Mellanskillnaden därför motsvara fem (5) procent av Substansvärde med tillägg för Skuld Relevanta Instrument dividerat med antalet utgivna Optioner.

Eftersom Mellanskillnaden beräknas i sekvenser och Mellanskillnaden per viss Beräkningsdag således är beroende av Mellanskillnadens storlek per tidigare Beräkningsdagar, och syftet med det tak för Mellanskillnaden som anges i föregående stycke endast är att begränsa det belopp som Bolaget skall vara skyldigt att betala till Optionsinnehavare på Förfallodagen (inte att påverka beräkningen av Mellanskillnaden över tiden) skall den minskning av beräknad Mellanskillnad per viss Beräkningsdag som kan komma att ske enligt föregående stycke bortses ifrån vid beräkning av Mellanskillnad per en senare Beräkningsdag.

§ 5 Offentliggörande av Mellanskillnad

Mellanskillnaden per den sista Beräkningsdagen i varje kvartal skall framgå av Bolagets kvartalsrapport som meddelas Optionsinnehavare, eller skall meddelas Optionsinnehavare på annat sätt utan oskäligt dröjsmål efter utgången av varje kvartal. Bolaget äger vidare frivilligt från tid till annan meddela Optionsinnehavare Mellanskillnad per andra Beräkningsdagar.

§ 6 Lösen av Option

Option utfärdad enligt dessa villkor löses genom utbetalning av Mellanskillnad, förutsatt att denna är positiv, på Förfallodagen mot överlämnande av optionsbevis.

För den händelse Bolaget skulle underlåta att i rätt tid erlägga Mellanskillnad på Förfallodagen, kontant eller genom kvittning, trots att sådant hinder som avses i § 15 nedan inte föreligger, skall ränta på förfallen Mellanskillnad utgå enligt räntelagen (1975:635) från och med den första dagen efter Förfallodagen till och med den dag under vilken medel erläggs.

§ 7 Meddelande om beräknad Mellanskillnad efter Slutdagen

Bolaget skall meddela Optionsinnehavare Mellanskillnadens storlek senast 30 dagar efter Slutdagen. Mellanskillnaden förfaller till betalning den dag som därvid anges av Bolaget, dock senast 90 dagar från nämnda meddelande eller, för det fall tvist skulle uppstå om Mellanskillnadens storlek eller om Bolaget skulle vidta själv rättelse, vid det senare datum som infaller senast 90 dagar efter att Mellanskillnadens storlek har blivit bindande enligt § 8 nedan. Bolaget äger rätt att senarelägga redan angiven Förfallodag inom ovan angivna gränser.

§ 8 Överprövning av Bolagets beräkningar

För det fall någon Optionsinnehavare inom 30 dagar efter att Bolaget har meddelat Optionsinnehavare om Mellanskillnadens storlek per Slutdagen enligt § 7 ovan, eller, vad gäller Optionsinnehavare vars Optioner skall förtidsinlösas enligt § 9 nedan eller förköpas enligt § 10 nedan, inom 30 dagar från Bolagets meddelande därom, meddelar Bolaget att Optionsinnehavaren ifråga invänder mot beräkningen av Mellanskillnaden, skall Bolaget anlita två oberoende revisorer eller registrerade revisionsbolag som skall beräkna Mellanskillnaden inom 30 dagar efter utgången av ovan nämnda 30-dagarsfrist. Inom den första av nämnda 30-dagarsfrister skall även Bolaget äga rätt att vidta

självrättelse avseende beräkningen av Mellanskillnaden. Om sådan själv rättelse innebär en minskning av Mellanskillnaden skall en ny 30-dagarsfrist för invändningar löpa från meddelandet om rättelsen och tidsfristen för revisorernas/de registrerade revisionsbolagens värdering skall löpa därefter.

För det fall genomsnittet av de Mellanskillnader som beräknas av de två revisorerna/revisionsbolagen överstiger Mellanskillnaden beräknad av Bolaget, skall genomsnittet av de av revisorerna/revisionsbolagen framräknade Mellanskillnaderna vara bindande för Bolaget och samtliga Optionsinnehavare. Bolaget skall meddela den sålunda fastställda nya Mellanskillnaden, eller, om ingen ändring skall ske enligt det sagda, bekräfta den av Bolaget fastställda Mellanskillnaden, genom meddelande till Optionsinnehavare utan dröjsmål efter att Bolaget har tagit del av båda revisorernas/revisionsbolagens beräkningar. Kostnaden för arvode (inklusive mervärdesskatt) och eventuell kostnadsersättning till revisorerna/revisionsbolagen skall bäras av Bolaget för det fall överprövningen leder till ändring av Mellanskillnaden enligt ovan eller om Bolaget vidtar själv rättelse till Optionsinnehavares fördel efter att överprövning har inletts. I annat fall skall kostnaden bäras av den eller de Optionsinnehavare som har begärt överprövning, varvid kostnaderna skall fördelas dem emellan pro rata i förhållande till antal innehavda Optioner. Meddelande till Bolaget om att överprövning påkallas enligt denna § 8 skall, för att vara gällande, vara undertecknat av Optionsinnehavaren och innehålla en uttrycklig bekräftelse av att Optionsinnehavaren accepterar ansvar för kostnadstäckning enligt vad som anges i denna § 8.

Om ingen Optionsinnehavare har invänt mot den av Bolaget beräknade Mellanskillnaden inom ovan angiven tidsfrist, eller om revisorernas/revisionsbolagens värdering inte har föranlett någon justering enligt ovan, skall den beräknade Mellanskillnaden därefter vara bindande för Bolaget och samtliga Optionsinnehavare.

Om överprövning skall ske enligt ovan och motsvarande överprövning även skall ske enligt villkoren för andra Relevanta Instrument, skall Bolaget, om Bolaget bedömer att detta är ändamålsenligt, äga rätt att lägga samman flera överprövningsprocesser till en enda, varvid, om kostnadsfördelning skall ske pro rata mellan Optionsinnehavare enligt ovan, fördelningen skall ske mellan både Optionsinnehavare och innehavare av andra Relevanta Instrument pro rata totalt antal innehavda Optioner och andra Relevanta Instrument.

§ 9 Förtida inlösen

Bolaget skall, i samband med att Bolaget meddelar beräknad Mellanskillnad enligt § 5 eller § 7 ovan, äga rätt att påkalla förtida inlösen av Optioner från Optionsinnehavare, varvid Mellanskillnaden som skall utbetalas till Optionsinnehavare av sålunda inlösta Optioner skall bestämmas per den senaste Beräkningsdagen före Bolagets påkallande av förtida inlösen.

Optionsinnehavare är skyldiga att acceptera förtida inlösen enligt ovan förutsatt att förtidsinlösen sker från samtliga Optionsinnehavare pro rata deras respektive innehav av Optioner.

Meddelande till Optionsinnehavare innebärande att förtida inlösen påkallas skall inkludera information om Mellanskillnad och Förfallodag för betalning av Mellanskillnad för förtidsinlösta Optioner. Förfallodagen får inte infalla senare än 90 dagar efter meddelandet eller, för det fall tvist skulle uppstå om Mellanskillnadens storlek eller om Bolaget skulle vidta själv rättelse, vid det senare datum som infaller 90 dagar efter att Mellanskillnadens storlek har blivit bindande enligt § 8 ovan.

Beslutas att Bolaget skall träda i likvidation enligt 25 kap aktiebolagslagen skall Bolaget omedelbart påkalla förtida inlösen enligt denna § 9.

Skulle bolagsstämman godkänna fusionsplan enligt 23 kap 15 § aktiebolagslagen – eller samtliga aktieägare i deltagande bolag underteckna fusionsplan i enlighet med fjärde stycket i nämnda paragraf – varigenom Bolaget skall uppgå i annat bolag, eller om Bolagets styrelse upprättar fusionsplan enligt 23 kap 28 § aktiebolagslagen, varigenom Bolaget skall uppgå i annat bolag, skall Bolaget omedelbart påkalla förtida inlösen enligt denna § 9.

Blir Bolagets aktier föremål för tvångsinlösen enligt 22 kap aktiebolagslagen skall följande gälla. Mottager Bolagets styrelse begäran om tvångsinlösen av aktier i Bolaget från någon som är berättigad att påkalla tvångsinlösen, skall Bolaget omedelbart påkalla förtida inlösen enligt denna § 9.

§ 10 Överlåtelse av Option

Optionsinnehavare skall äga rätt att fritt överlåta Optioner förutsatt att proceduren i denna § 10 därvid följs.

Optionsinnehavare som önskar överlåta Option skall meddela Bolaget därom. Meddelandet skall innehålla information om antal Optioner som önskas överlåtas. Bolaget skall därefter, under en period av 60 dagar från meddelandet, äga rätt att förvärva och Optionsinnehavare skall vara skyldig att sälja samtliga eller en del (enligt Bolagets val) av de Optioner som Optionsinnehavaren önskar överlåta eller utpeka annan förvärvare av Optionerna ifråga. Meddelande från Bolaget härom skall innehålla samma information som ett meddelande om förtida inlösen enligt § 9 ovan och motsvarande regler som för Mellanskillnad skall gälla för bestämmande och erläggande av köpeskillingen, inklusive bestämmelserna om kvittningsemission i § 11 nedan. I den utsträckning Bolaget avböjer att förvärva eller att utpeka annan förvärvare av Optioner som Optionsinnehavaren önskar överlåta, eller underlåter att meddela Optionsinnehavaren härom inom ovan angivna 60-dagarsfrist, skall Optionsinnehavaren, under en period om 60 dagar räknat från utgången av Bolagets 60-dagarsfrist enligt ovan eller från det tidigare datum då Bolaget har meddelat att Bolaget inte önskar förvärva eller utpeka annan förvärvare av samtliga eller en del av de Optioner som Optionsinnehavaren önskar överlåta, äga överlåta de Optioner som inte skall förköpas enligt ovan. I den mån Optionsinnehavare inte överlåter de aktuella Optionerna inom nämnda tidsfrist skall bestämmelserna i denna § 10 åter äga tillämpning på överlåtelser som sker därefter.

§ 11 Kvittningsemission

Bolaget skall äga rätt att helt eller delvis erlægga Mellanskillnaden i form av B-aktier i Bolaget (eller, om Bolagets bolagsordning skulle ändras så att Bolaget endast kan utge aktier av ett slag, aktier av detta enda slag), varvid betalning för emitterade aktier skall erläggas genom kvittning av Mellanskillnad.

Teckningslikviden per aktie skall motsvara genomsnittlig börskurs ökad/minskad med hälften av genomsnittlig substansrabatt/substanspremie.

Genomsnittlig börskurs definieras som den volymviktade genomsnittliga betalkursen för noterade affärer i relevant aktieslag (se ovan) i Bolaget under den närmast, före meddelandet om att Bolaget önskar kvittning enligt denna § 11, föregående 180-dagarsperioden. Dag utan noterad betalkurs skall uteslutas vid beräkningen utan att 180-dagarsperioden för den skall förlängas bakåt i tiden.

Genomsnittlig substansrabatt/substanspremie definieras som genomsnittet av Bolagets offentliggjorda Substansvärden per Beräkningsdagar som infallit under ovannämnda 180-dagarsperiod, med avdrag för genomsnittlig börskurs beräknad enligt ovan.

Beräkningen av teckningslikviden per aktie enligt ovan skall utföras av Bolaget.

Om Bolaget helt eller delvis önskar betala Optionsinnehavare i form av aktier enligt ovan skall information om detta inkluderas i det meddelande till Optionsinnehavare i vilket Bolaget informerar Optionsinnehavare om Mellanskillnaden efter Slutdagen, eller, vid förtida inlösen enligt § 9 ovan eller förköp enligt § 10 ovan, om att Bolaget påkallar förtida inlösen eller förköp.

För det fall Optionsinnehavare av Option inte tecknar aktier i Bolaget och accepterar kvittning av Mellanskillnad avseende Optionen trots att Bolaget har påkallat detta enligt denna § 11 skall all rätt till erhållande av Mellanskillnad och andra rättigheter avseende Optionen ifråga omedelbart upphöra och

Optionen ifråga skall anses förfallen utan värde och utan någon som helst ersättningsskyldighet för Bolaget.

§ 12 Meddelanden

Meddelanden rörande Optioner skall tillställas Optionsinnehavare via e-mail eller brev med posten till adress som Optionsinnehavare har anmält till Bolaget. Sådana meddelanden skall gå på mottagarens risk och skall anses ha skett vid den senare av de tidpunkter då e-mail eller brev har avsänts till rätt adress enligt ovan och informationen ifråga har gjorts tillgänglig på Bolagets hemsida om Bolaget väljer att göra det.

Meddelanden rörande Optioner skall tillställas Bolaget med brev till den adress som är registrerad i Bolagsregistret.

§ 13 Ändring av villkor

Bolaget äger besluta om ändring av dessa villkor i den mån lagstiftning, domstolsavgörande eller myndighetsbeslut så kräver eller om det i övrigt, enligt Bolagets bedömning, av praktiska skäl är ändamålsenligt eller nödvändigt och Optionsinnehavares rättigheter inte i något väsentligt avseende försämras. Vidare skall Bolaget, för det fall något av de index som ingår i beräkningen av Hurdlerate, inte längre skulle vara tillgängligt eller ändras på sätt som enligt Bolagets bedömning medför att det inte längre är lämpligt som beståndsdel i beräkningen av Hurdlerate, vara berättigat att välja ut ett annat index som enligt Bolagets rimligaste bedömning ligger bättre i linje med det ursprungliga indexets ställning och bidrag till beräkningen av Hurdlerate.

Ändring enligt föregående stycke skall kommuniceras av Bolaget genom meddelande enligt § 12 ovan. För det fall någon Optionsinnehavare inom 30 dagar från nämnda meddelande meddelar Bolaget att Optionsinnehavaren ifråga anser att ändringen ifråga inte är tillåten enligt föregående stycke skall Bolaget ha rätt att under 30 dagar från invändningen modifiera den föreslagna ändringen och meddela Optionsinnehavare om detta, varefter en ny 30-dagarsfrist för invändningar skall löpa. Om Bolaget inte modifierar förslaget inom 30-dagarsfristen, eller om Optionsinnehavare invänder även mot den modifierade ändringen inom för detta angiven frist, skall frågan hänskjutas till skiljenämnd enligt § 16 nedan. Skiljenämndens avgörande skall vara bindande för Bolaget och samtliga Optionsinnehavare. Om ingen Optionsinnehavare invänder mot ändringen inom ovan angiven tidsfrist skall ändringen därefter vara bindande för Bolaget och samtliga Optionsinnehavare.

Utöver vad som framgår ovan i denna § 13 skall Bolaget äga besluta (i) om de ändringar i dessa villkor som kan visa sig vara nödvändiga för att Optionerna skall kunna anslutas till VPC om Bolaget skulle anse detta vara ändamålsenligt och (ii) om andra ändringar av dessa villkor förutsatt att Optionsinnehavare representerande mer än minst 80 procent av utestående Optioner har lämnat samtycke därtill. Om Bolaget beslutar om VPC-anslutning av Optionerna skall Optionsinnehavare vara skyldiga att inlämna samtliga optionsbevis till VPC på anmaning från Bolaget.

§ 14 Beslutanderätt

Beslut som enligt dessa villkor kan eller skall fattas av Bolaget får, om inte annat följer av lag, fattas av Bolagets styrelse.

§ 15 Begränsning av Bolagets ansvar

I fråga om de på Bolaget ankommande åtgärderna enligt dessa villkor gäller att ansvarighet inte kan göras gällande för skada, som beror av svenskt eller utländskt lagbud, svensk eller utländsk myndighetsåtgärd, krigshändelse, strejk, blockad, bojkott, lockout eller annan liknande omständighet. Förbehållet ifråga om strejk, blockad, bojkott och lockout gäller även om Bolaget vidtar eller är föremål för sådan konfliktåtgärd.

Bolaget är inte heller skyldigt att i andra fall ersätta skada som uppkommer, om Bolaget varit normalt aktsamt. Bolaget skall inte i något fall kunna hållas ansvarigt för indirekt skada.

Föreligger hinder för Bolaget att verkställa betalning eller att vidta annan åtgärd på grund av omständighet som anges i första stycket, får åtgärden uppskjutas till dess hindret har upphört.

§ 16 Tillämplig lag och forum

Svensk lag skall tillämpas på dessa villkor och därmed sammanhängande rättsfrågor. Tvist i anledning av dessa villkor skall slutligt avgöras genom skiljedom enligt Stockholms Handelskammares Skiljedomsinstitut Regler för Förenklat Skiljeförfarande. Skiljeförfarandet skall äga rum i Stockholm. Det svenska språket skall användas i förfarandet.

Månadsvis beräkning av Mellanskillnad

Först beräknas månadens procentuella ”**Justerade Kapitaltillväxt**” (%) enligt följande formel:

$$\text{Månadens Justerade Kapitaltillväxt} = \frac{\begin{array}{l} \text{Totalt Kapital (UB)} \\ + \text{Värdeuttag under månaden} \\ - \text{Värdetillskott under månaden} \end{array}}{\text{Totalt Kapital (IB)}} - 1$$

Månadens procentuella ”**Överavkastning**” (%), alternativt ”**Underavkastning**” (%), beräknas därefter i enlighet med följande formel:

$$\text{Överavkastning eller Underavkastning} = \begin{array}{l} \text{Månadens Justerade Kapitaltillväxt} \\ - \text{Månadens Hurdlerate (\%)} \end{array}$$

Månadens ”**Optionsandel**” (SEK) av resultatet beräknas därefter enligt följande formel:

$$\text{Optionsandel} = \frac{\begin{array}{l} \text{Över- eller Underavkastning} \\ \times \text{Substansvärde (IB)} \\ \times \text{Utestående Optioner (IB)} \\ \times \text{Justeringsmultiplikator} \end{array}}{\text{Utestående Aktier (IB)}}$$

där Justeringsmultiplikatorn under första månaden skall vara 1 och därefter beräknas enligt följande formel:

$$\text{Justeringsmultiplikator} = \frac{\begin{array}{l} \text{tidigare Justeringsmultiplikator} \\ \times (\text{Föregående månads Substansvärde (IB)} / \text{Föregående månads} \\ \text{Utestående Aktier (IB)}) \end{array}}{\begin{array}{l} ((\text{Föregående månads Substansvärde (IB)} - \text{Värdeuttag under föregående} \\ \text{månad} + \text{Värdetillskott under föregående månad}) / \text{Föregående månads} \\ \text{Utestående Aktier (UB)}) \end{array}}$$

Därefter beräknas **Total Mellanskillnad** (SEK) enligt följande formel:

$$\begin{array}{l} \text{Total} \\ \text{Mellanskillnad (UB)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Månadens Optionsandel} + \\ ((1 + \text{Månadens Justerade Kapitaltillväxt}) \\ \times \text{Total Mellanskillnad (IB)}) \\ - (\text{utbetalningar med anledning av förtida inlösen eller förköp av} \\ \text{Optioner} + \text{belopp med vilka sådana utbetalningar har minskats med} \\ \text{tillämpning av § 4 andra stycket i villkoren}) \end{array}$$

Slutligen beräknas Mellanskillnad (SEK) enligt följande formel:

$$\text{Mellanskillnad (UB)} = \frac{\text{Total Mellanskillnad (UB)}}{\text{Utestående Optioner (UB)}}$$

Med nedan angivna begrepp skall avses följande:

”Hurdlerate” (%)	avser avkastningskrav beräknat enligt <u>Bilaga 2 B</u> .
”IB”	avser värdet vid månadens ingång (ingående balans).
”Justerad Kapitaltillväxt” (%)	avser den tillväxt (%) i Totalt Kapital som tillgodoräknas Optionsinnehavare.
”Justeringsmultipl”	avser en multipl som justerar för förändringar i Substansvärde per aktie, till följd av bl.a. split, sammanslagning, nyemission samt inlösen och återköp av aktier.
”Option”	avser en syntetisk option 2007/2010.
”Optionsandel” (SEK)	avser den tillväxt (SEK) i Bolagets Substansvärde som tillkommer Optionsinnehavare. Notera att Optionsandelen är negativ vid Underavkastning.
”Relevanta Instrument”	avser Optioner samt syntetiska optioner av andra serier och/eller andra instrument, vilka enligt Bolagets beslut skall anses vara Relevanta Instrument.
”Substansvärde”(SEK)	avser Bolagets egna kapital.
”Total Mellanskillnad” (SEK)	avser Bolagets skuld till Optionsinnehavare.
”Totalt Kapital” (SEK)	avser Substansvärde (UB) före beräkning (och avdrag för) av månadens Optionsandel och motsvarande optionsandel för andra Relevanta Instrument ökat med Total Mellanskillnad (IB) och motsvarande mellanskillnad för andra Relevanta Instrument.
”UB”	avser värdet vid månadens utgång (utgående balans).
”Underavkastning” (%)	avser den avkastning (%) understigande Hurdlerate.
”Utestående Aktier”	avser samtliga, av Bolaget utgivna, utestående aktier oavsett serie, som inte ägs av Bolaget självt.
”Utestående Optioner”	avser samtliga utestående Optioner.
”Värdetillskott” (SEK)	avser tillskott med belopp med vilket Bolagets egna kapital enligt balansräkning har ökat genom emission i enlighet med kap 11 – 16 i aktiebolagslagen (2005:551), försäljning av egna aktier, utgivande av Relevanta Instrument och/eller genom aktieägartillskott, varvid den del av teckningskursen för dessa Syntetiska Optioner 2007/2010 som redovisas som eget kapital skall räknas som tillskott under den första månaden.

”Värdeuttag” (SEK)

avser värdeöverföringar enligt definitionen i 17 kap 1 § aktiebolagslagen (2005:551), inkluderande, men ej begränsat till, utdelningar samt inlösen och återköp av aktier, samt utbetalningar med anledning av förtida inlösen, förköp eller förfall av Relevanta Instrument. Som Värdeuttag skall också all påverkan på Totalt Kapital som uppstår till följd av förändringar av ändrad växelkurs för svenska kronan gentemot andra valutor räknas, samt kostnader för att undvika sådan påverkan (s.k. valutahedge). Denna valutaregel gäller dock ej lånefinansierade placeringar vilka alltid skall belastas med hela självkostnaden, även valutaeffekter, full kostnad för valutasäkring respektive fulla kostnader för upplåning i utländsk valuta och annat liknande. Justering för Värdeuttag hänförlig till dylik valutakostnad på lån skall sålunda ej göras vid beräkning av Mellanskillnad.

”Överavkastning” (%)

avser den avkastning (%) överstigande Hurdlerate.

För det fall Bolaget ingår avtal med bank eller annan avseende syntetiska återköp av egna aktier (genom riktad inlösen kombinerad med kontantavräkning eller på annat sätt) eller vidtar andra helt eller delvis syntetiska åtgärder motsvarande någon av de åtgärder av Bolaget som anges ovan, skall bestämmelserna ovan i möjligaste mån äga motsvarande tillämpning på sådana syntetiska åtgärder.

Beräkning av Hurdlerate

Hurdlerate (%) skall motsvara nedanstående indexkorgs (punkterna 1-6) genomsnittliga avkastning. Från denna genomsnittliga avkastning (%) avdrages sedan $1,01^{(1/12)} - 1$.

1. OMX Stockholm Benchmark (här: OMXSB)

OMXSB består av Stockholmsbörsens 80 till 100 största och mest omsatta aktieslag.

OMXSB_t = Indexvärde sista dagen i månaden

OMXSB_{t-1} = Indexvärde sista dagen föregående månad

$$\text{Månadsavkastning} = \frac{OMXSB_t}{OMXSB_{t-1}} - 1$$

2. MSCI All Country World Daily Total Return Gross Index Local (här: MSCI)

En variant av MSCI World Index som investerar i såväl utvecklingsländer (emerging markets) som industriländer (developed markets). Avkastningen mäts i lokal valuta för respektive land. Samtliga utdelningar återinvesteras.

MSCI_t = Indexvärde sista dagen i månaden

MSCI_{t-1} = Indexvärde sista dagen föregående månad

$$\text{Månadsavkastning} = \frac{MSCI_t}{MSCI_{t-1}} - 1$$

3. Den globala börsens historiska realavkastning (här: REAL)

Denna indexkomponent motsvarar den reala årsavkastningen på aktier under perioden 1900-2000, nämligen har uppskattad 5,8 procentenheter utöver inflationen.

KPI_t = Indexvärdet på Sveriges konsumentprisindex sista dagen i månaden

KPI_{t-1} = Indexvärdet på Sveriges konsumentprisindex sista dagen föregående månad

$$\text{Månadsavkastning} = \frac{KPI_t}{KPI_{t-1}} - 1 + 1,058^{(1/12)} - 1$$

4. Riskpremie på den globala börsen plus riskfri ränta (här: PREMIE)

Denna indexkomponent motsvarar riskpremie utöver den riskfria räntan, här uppskattad till 4,6 procentenheter utöver den 10-åriga statsobligationsräntan.

OBL_t = Obligationsräntan (%) sista dagen i månaden

RP_t = Riskpremie (4,6 %)

$$\text{Månadsavkastning} = (1 + OBL_t)^{(1/12)} - 1 + (1 + RP_t)^{(1/12)} - 1$$

5. Hedgefondindex: Credit Suisse/Tremont Investable Index (här: CST)

Ett marknadsledande hedgefondindex som visar avkastningen på hedgefondmarknaden efter avgifter (USD). Fonderna i indexet är viktade efter storlek och indexet omviktas en gång i halvåret. Indexet lanserades den 31 juli 2003 med ett indexvärde = 100.

CST_t = Indexvärde sista dagen i månaden

CST_{t-1} = Indexvärde sista dagen föregående månad

$$\text{Månadsavkastning} = \frac{CST_t}{CST_{t-1}} - 1$$

6. Hedgefondindex: HFRX Global Hedge Fund Index (här: HFRX)

Ett annat marknadsledande hedgefondindex som visar avkastningen på hedgefondmarknaden efter avgifter (USD). I indexet ingår 8 fondstrategier och indexet är totalviktat baseras på storleken på respektive understrategi. Indexet lanserades den 31 mars 2003 med ett indexvärde = 1000.

$HFRX_t$ = Indexvärde sista dagen i månaden

$HFRX_{t-1}$ = Indexvärde sista dagen föregående månad

$$\text{Månadsavkastning} = \frac{HFRX_t}{HFRX_{t-1}} - 1$$

Varför ett mer omfattande och bredare personaläggande i Havsfrun?

Konkurrensen om kompetent personal är hård inom finansvärlden och vill styrelsen behålla personal som åstadkommer goda resultat är det nödvändigt att erbjuda konkurrenskraftiga villkor.

Styrelsen menar att det bästa sättet att involvera personalen är att försöka skapa ett betydande och långsiktigt ägande i Bolaget för att attrahera och, inte minst, behålla talangfulla och energiska medarbetare. Styrelsen anser att det föreslagna Optionsprogrammet är ändamålsenligt i detta avseende.

Det är huvudsyftet med Optionsprogrammet. Därför föreslår styrelsen att personalen i placeringsgruppen ska få möjlighet att köpa in sig i ett långsiktigt optionsprogram. Programmet avses sedan – efter 3, 6 respektive 9 år – i sin tur leda till ett direkt och ökande personaläggande i form av aktier. Det föreslagna Optionsprogrammet omfattar en period på nio år. Detta förklaras av att styrelsens personalpolitiska målsättning är ovanligt långsiktig. Hur detta närmare är uppbyggt förklaras i andra bilagor.

Om Bolagets resultat är gott nog kommer Bolaget successivt att kombinera aktier och Optioner för personalens vidkommande, vilket förhoppningsvis skapar hållbara förutsättningar för ett fördjupat ägarengagemang i Bolagets verksamhet på både kort och lång sikt. Optionsprogrammet utgör i sig ett ägarintresse i Bolaget, vilket sedan manifesteras i ett renodlat aktieäggande. Därmed kommer nyckelpersonernas och övriga aktieägares intresse att alltmer ligga i linje med varandra.

Styrelsen anser inte att Optionsprogrammet ska införas genom att Bolaget skänker bort optioner till personalen. I stället föreslår styrelsen att personalen erbjuds att förvärva och betala fullt ut för Optionerna. Priset föreslås motsvara marknadsvärdet genom en teoretisk bestämning enligt Black & Scholes värderingsmodell. Att fastställa förvärvspriset för Optionerna på detta sätt innebär att Optionsprogrammet inte kostar Bolaget eller aktieägarna något, eftersom optionerna säljs till fullt pris.

I och med att Optionerna måste köpas riskerar personalen att också förlora investerade pengar om resultatet inte når upp till de höga avkastningskraven. Styrelsen tror att det har klara pedagogiska fördelar att även alla dessa nyckelpersoner löper en risk liknande den som gäller Bolagets övriga aktieägare.

När personalen köper Optionerna visar man tydligt att man tror att Bolaget framöver verkligen kan åstadkomma bra resultat. Enligt styrelsens mening är detta utmärkt också ur aktieägarnas synvinkel; bättre köpare av aktier och Optioner än nyckelpersoner i Bolaget kan knappast finnas.

Förenklad beskrivning av Optionsprogrammet

Syftet här är att enkelt förklara hur optionsprogrammet avses fungera principiellt. De exakta villkoren återfinns i bilaga 2.

1. Optionsprogrammet utgår från dagens substansvärde per aktie. Förutsatt att ett, för vissa faktorer justerat, substansvärde ökar mer än avkastningskravet/hurdlen får Optionerna ett värde, om inte är Optionerna värdelösa vid förfallodagen.
2. Optionsprogrammet består av tre serier, identiskt lika, med undantag för att de löper på 3, 6 respektive 9 år.
3. Avräkning sker, för varje serie, efter 3, 6 respektive 9 år, vid vartdera tillfället med en tredjedel av det totala antalet optioner som vid detta tillfälle ges ut under programmet.

Serie	#1	#2	#3
Antal syntetiska optioner	2 120 000	2 120 000	2 120 000
Löptid	3 år	6 år	9 år
Förfallodag (år)	2010	2013	2016

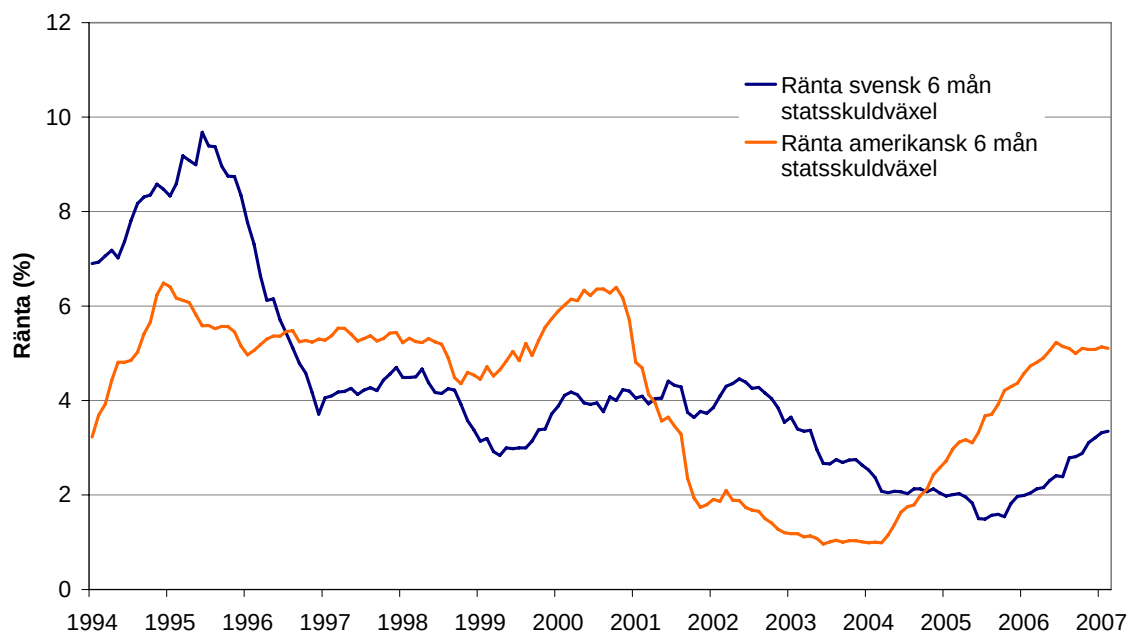
4. Havsfruns avkastningskrav, den s.k. hurdlen, är en avvägd blandning av historiska genomsnittliga avkastningsserier för börsen, den framtida utvecklingen på Stockholmsbörsen och världsindex samt två hedgefondindex. Syftet har varit att ställa upp ett krav på hög och jämn avkastning, alltså hög s.k. riskjusterad avkastning.
5. Avkastningskravet/Hurdlen består i lika delar av utvecklingen på Stockholmsbörsen (OMX Stockholm Benchmark), världens börser (MSCI World), den historiska s.k. aktiepremien¹, aktiemarknadens historiska s.k. realavkastning², samt två välkända index avseende s.k. hedgefonder (CSFB/Tremont Investable Hedge Fund Index respektive HFRX Global Hedge Fund Index). För att fastställa Bolagets avkastningskrav/hurdle skall från denna korg av underliggande index en genomsnittlig kostnadsandel om en (1) procentenhet per år dras av. Havsfruns verkliga omkostnader är dock betydligt högre, men den del av omkostnaderna som överstiger en procentenhet skall betalas genom ökad avkastning innan avkastningsmålet kan bli uppnått.

¹ Aktiemarknadens historiska avkastning över den s.k. riskfria räntan (räntan på statsobligationer), här uppskattad till 4.6 procent/år.

² Aktiemarknadens historiska avkastning över inflationen (konsumtprisindex), här uppskattad till 5.8 procent/år.

6. Avkastningskravet avser substansutvecklingen efter skatt. All eventuell skatt måste alltså tjänas in innan optionerna får något slutvärde. Intäkter och kostnader som kan hänföras till valutafluktuationer och valutahedgar exkluderas vid beräkning av Havsfruns kapitaltillväxt. Väntevärdet för dessa valutafluktuationer och valutahedgar antas över tid bli noll trots att Havsfrun avser att aktivt hantera valutakursrisken.

Historisk ränteutveckling i Sverige och USA



7. Programmet gör inte undantag för förlustår. Tvärtom. Det är synnerligen viktigt att Bolaget begränsar sina förluster även när marknaden sjunker kraftigt. Det är svårt att tjäna igen förluster och därför gynnas även utfall som minskar förluster.
8. Optionsprogrammet omfattar sammanlagt 6 360 000 optioner, att jämföras med att Bolaget för närvarande har 12 719 940 utestående aktier. Olika hypotetiska beräkningar avseende utfallet återfinns i Bilaga 7, som redovisar ett antal räkneexempel avseende möjliga optionsutfall vid olika framtidsscenarier.
9. Optionsprogrammet har av försiktighetsskäl försetts med ett tak innebärande att ingen enskild optionsserie kan resultera i en utbetalning överstigande maximalt fem procent av Bolagets totala substansvärde efter skatt med tillägg för redovisad skuld med anledning av de syntetiska optionerna vid respektive slutdag. Taket är tänkt främst som en reserv emot oväntade och då eventuellt oegentliga effekter snarare än som ett sätt att begränsa de åsyftade och därmed rättmätiga effekterna.
10. På slutdagen av respektive optionsserie kan Havsfrun välja att lösa Optionerna (om de har ett värde) antingen kontant eller, helt eller delvis, genom kvittningsemission av aktier i Bolaget. För att Bolaget skall kunna betala i aktier krävs dock framtida bolagsstämmobeslut då aktieägarna kommer att kunna ta ställning till vilket betalningssätt som är lämpligast.

Tilldelning

Styrelsen föreslår att erbjudandet att förvärva Optioner riktas enligt följande.

<u>Affärsverksamhet och ledning</u>	<u>Treåriga</u>	<u>Sexåriga</u>	<u>Nioåriga</u>
Marcus Eriksson, chefanalytiker	530 000	530 000	530 000
Jonas Israelsson, investeringsansvarig	530 000	530 000	530 000
John Tengberg, utveckling och affärsverksamhet	530 000	530 000	530 000
Claes Werkell, verkställande direktör	530 000	530 000	530 000
SUMMA	2 120 000	2 120 000	2 120 000

Motiven för tilldelningen

Styrelsen deltar inte i programmet. Verkställande direktören och styrelseledamoten Claes Werkell deltar i programmet, dock inte i egenskap av styrelseledamot utan i egenskap av verkställande direktör. Styrelsen har inte ansett det lämpligt att undanta verkställande direktören.

Alla nyckelpersoner i placeringsgruppen deltar i optionsprogrammet. Skälet för detta är att det här är första gången som Bolaget inför ett program riktat till personalen, och det kan inte försvaras att nyckelpersonerna olikbehandlas. Programmet inkluderar därför även Claes Werkell och John Tengberg, vilka bägge är huvudägare i Havsfrun, tillika verkställande direktör respektive ansvarig för affärsutveckling. Bägge deltar i den löpande affärsverksamheten och är allt sedan 1994 drivande nyckelpersoner i Bolaget.

Styrelsen har i sitt förslag också tagit hänsyn till att Optionsprogrammet oavsett utfall aldrig kommer att vara till gagn för huvudägarna ur ett fördelningsperspektiv. I egenskap av aktieägare kommer de, tillsammans med de andra aktieägarna, att "betala" Bolagets kostnad för Optionsprogrammet, och i och med att de tillsammans äger mer än hälften av aktierna i Bolaget bär de alltid mer än halva kostnaden för Optionsprogrammet. Samtidigt får de genom Optionsprogrammet aldrig mer än hälften av optionsvinsten, hur denna än utfaller.

Optionernas värde – matematisk beräkning vid utgivandet

Styrelsens förslag är att personalen i placeringsgruppen skall erbjudas förvärva Optionerna på marknadsmässiga villkor. Förvärvspriset som ska erläggas skall motsvara marknadsvärdet vid förvärvstidpunkten beräknat enligt Black & Scholes värderingsmetod.

Black & Scholes formel för optionsvärdering är en ekvation med fem parametrar, 1-5 nedan. Genom insättning av numeriska värden för envar av dessa parametrar kan man beräkna optionernas rätta teoretiska värde.

Vid den slutliga beräkningen som sker i efterskott (ex post) känner man till de verkliga värdena under optionernas löptid. På förhand (ex ante) måste man därför göra realistiska uppskattningar av desamma. Nedan redovisas noga hur envar av dessa parametrar har fastställts, hur emissionspriset sedan har beräknats enligt Black & Scholes och slutligen också de på detta sätt beräknade marknadsvärdet för envar av optionsserierna.

1. Underliggande tillgång

Optionens underliggande tillgång är det av Bolaget redovisade substansvärde per aktie, dvs. verkligt värde. Per den 31 januari 2007 uppgick det redovisade substansvärdet per aktie till 47,80 kronor.

2. Förväntat framtida substansvärde per aktie uppräknad med ett förmodat väntevärde för antagen *hurdle*. Detta kritiska framtida substansvärde motsvarar 'strike price' i Black & Scholes värderingsmodell.

Det framtida optionsvärdet bygger slutligen på att Havsfruns substansutveckling överträffar ett visst avkastningskrav, nämligen den i optionsvillkoren angivna hurdlen. Denna hurdle resulterar vid beräkning i ett visst framtida belopp, nämligen ett 'strike price' – om 3, 6 respektive 9 år – som enligt optionsvillkoren enbart kan bestämmas i efterskott eftersom det faktiska avkastningskravet kommer att bero av den faktiska framtida utvecklingen av underliggande bestämningsfaktorer.

Vid värdering av Optionerna i förtid – vid själva emissionstillfället - måste man därför använda *förväntade* framtidsvärden. De underliggande bestämningsfaktorerna har anknytning till aktiemarknaden. Vi har därför estimerat det framtida väntevärdet för 'strike price' utifrån historiska data, utgående från att aktiemarknaden har vissa grundläggande och permanenta drag. Dessutom måste man, för att slutligt fastställa Bolagets avkastningskrav/hurdle, från denna korg av underliggande index också dra bort en genomsnittlig kostnadsandel om (1) procentenhet per år.

Utfallet av hela denna beräkning framgår nedan:

Serie	Substansvärde per aktie	Estimerad framtida förräntning	Löptid	Substansvärde per aktie justerat för utveckling av hurdle
2007/2010	47,80 kr	7,61 %	3 år	59,57 kr
2007/2013	47,80 kr	7,61 %	6 år	74,23 kr
2007/2016	47,80 kr	7,61 %	9 år	92,51 kr

Den förväntade framtida årliga utvecklingen av Hurdle har sålunda estimerats med ledning av medelvärdet av sex nedanstående komponenter. De sex komponenterna har beräknats enligt följande:

a) (1/6) Estimerad framtida förräntningstakt för OMXSB (%)

Ingen vet idag vad avkastningen på svenska börsen blir framöver. Vi har därför försökt använda ett rimligt väntevärde, nämligen det historiska genomsnittet av aktiers avkastning.

Det finns därvid framförallt två fundamentala sätt att beskriva denna avkastning rensat från mer tillfälliga influenser, nämligen som en premie i förhållande till statslåneräntan (den s.k. aktiepremie) respektive som en premie i förhållande till inflationen (s.k. realavkastning). Man kan inte på förhand veta vilket av dessa mått som visar mest rätt framöver. Vi har därför använt bägge genom att ta medelvärdena av desamma.

Numeriskt förklaras aktiepremie i 2c nedan, medan realräntan förklaras i 2d nedan.

$$OMXSBe_t = \frac{REALE_t + PREMIE_t}{2} = \frac{7,8\% + 8,634\%}{2} = 8,217\%$$

Se rubrik nedan för beräkning av $REALE_t$ och $PREMIE_t$

b) (1/6) Estimerad framtida förräntningstakt för MSCI vid månadsslutet (%)

Ingen vet heller vad den *globala* aktiemarknaden skall förväntas avkasta. Vi använder därför samma väntevärde som ovan, av samma skäl.

$$MSCIe_t = \frac{REALE_t + PREMIE_t}{2} = \frac{7,8\% + 8,634\%}{2} = 8,217\%$$

Se rubrik nedan för beräkning av $REALE_t$ och $PREMIE_t$

c) (1/6) Estimerad framtida förräntningstakt för REAL vid månadsslutet (%)

Framtida avkastning på aktiemarknaden kan förväntas bli samma som den historiska globala realavkastningen adderat med förväntad inflationstakt. Den historiska realavkastningen har här antagits vara 5,8 % vilket i sin tur är en uppskattning av den globala historiska realavkastningen 1900-2000 (Dimson et al). Till detta adderar vi Riksbankens inflationsmål om 2 procentenheter. I löpande priser, sålunda 7,8 procents tillväxt per år.

$$REALE_t = 2\% + 5,8\% = 7,8\%$$

d) (1/6) Estimerad framtida förräntningstakt för PREMIE vid månadsslutet (%)

Det andra måttet varmed vi försöker estimerar framtida avkastning är den historiska s.k. riskpremie för aktier, alltså den meravkastning som aktier historiskt har givit jämfört med vanlig utlåning till säker ränta. Riskpremie på aktier uppskattas därvid med ledning av den historiska globala riskpremie 1900-2000 (Dimson et al) med tillägg av aktuell 10-årig svensk statsobligationsränta. Alltså 4,6 procent plus 4,034 procent, summa 8,634 procent i löpande priser.

$$PREMIE_t = 4,6\% + 4,034\% = 8,634\%$$

e) (1/6) Estimerad framtida förräntningstakt för CST vid månadsslutet (%)

Framtida avkastning på detta hedgefondindex estimeras lika som dess genomsnittliga historiska avkastning 1990-2006³

$$CSTe_t = \left((1 + HFRI_{90/01-03/07}) * \left(\frac{CSTI_t}{CSI_{2003-08-01}} \right) \right)^{(1/P)} - 1 = 9,43\%$$

$HFRI_{90/01-03/07}$ Effektiv årsavkastning HFRI Fund of Funds Composite Index (USD) fr.o.m. januari 1990 t.o.m. juli 2003

$CSTI_{2003-08-01}$ Indexvärde CSFB 2003-08-01

$CSTI_t$ Indexvärde CSFB vid månadsslutet

P Antal år från månadsslutet till 1 januari 1990

f) (1/6) Estimerad framtida förräntningstakt för HFRX vid månadsslutet (%)

Framtida avkastning på detta hedgefondindex estimeras också som lika med dess genomsnittliga historiska avkastning 1990-2006⁴

$$HFRXe_t = \left((1 + HFRI_{90/01-03/03}) * \left(\frac{HFRXI_t}{HFRXI_{2003-03-31}} \right) \right)^{(1/P)} - 1 = 9,38\%$$

$HFRI_{90/01-03/03}$ Effektiv årsavkastning HFRI Fund of Funds Composite Index (USD) fr.o.m. januari 1990 t.o.m. mars 2003

$HFRXI_{2003-03-31}$ Indexvärde HFRX 2003-03-31

$HFRXI_t$ Indexvärde HFRX vid månadsslutet

P Antal år från månadsslutet till 1 januari 1990

3. Löptid

Kvarvarande löptid till optionens förfallodag, 3, 6 respektive 9 år; verkliga värden.

4. Riskfri ränta

Som riskfri ränta används räntan på svenska statsobligationer med matchande löptid enligt nedanstående tabell. Vid de fall det inte finns en matchande löptid kombineras två olika obligationer.

Serie	Statsobligationens löptid (vikt)
2007/2010	3-årig, d.v.s. 3,94 %
2007/2013	5-årig (1/2) 7-årig (1/2), genomsnitt 4,03 %
2007/2016	7-årig (1/3) 10-årig (2/3), genomsnitt 4,03 %

³ Då indexet startade skarpt först sista juli 2003 används ett snarlikt index, HFRI Fund of Funds Composite Index (USD), för att förlänga historiken till januari 1990.

⁴ Då indexet startade skarpt först sista mars 2003 används ett snarlikt index, HFRI Fund of Funds Composite Index (USD), för att förlänga historiken till januari 1990.

5. Volatilitet

Den framtida volatiliteten för Bolagets substans estimeras med hjälp av substansens historiska volatilitet sedan januari 2004 då Havsfrun började förvaltas enligt rådande målsättning och metod. Bolagets substansutveckling månadsvis framgår av offentliggjorda månadsrapporter (se t ex www.havsfrun.se) . Formeln för beräkning av volatiliteten är den sedvanliga statistiska, nämligen den annualiserade standardavvikelsen.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (x - \bar{x})^2}{(n-1)}} * \sqrt{12} = 6,18\%$$

Black & Scholes

De numeriska värdena enligt ovan insättes sålunda i Black & Scholes formel och beräknas per den 31 januari 2007 till.

Serie	S ₀ = Substansvärde Per Aktie	K= Substansvärde per aktie justerat för utvecklingen av hurdle (strike price)	T=Löptid	r=Riskfri ränta	σ=Volatilitet	c=Pris för en köption
2007/2010	47,80 kr	59,57 kr	3 år	3,94 %	6,18 %	0,49 kr
2007/2013	47,80 kr	74,23 kr	6 år	4,03 %	6,18 %	0,36 kr
2007/2016	47,80 kr	92,51 kr	9 år	4,03 %	6,18 %	0,24 kr

Där c räknas ut med nedanstående formel

$$c = S_0 N\left(\frac{\ln(S_0 / K) + (r + \sigma^2 / 2)T}{\sigma \sqrt{T}}\right) - Ke^{-rT} N\left(\frac{\ln(S_0 / K) + (r - \sigma^2 / 2)T}{\sigma \sqrt{T}}\right)$$

Totalpriset per 31 januari 2007 skulle alltså därmed uppgå till 2 291 932 kronor.

Det verkliga priset bestämmes dock vid den exakta dagen för emission i april på underlag av då kända numeriska värden för de parametrar som till dess må ha ändrade värden. Priset kommer därför att i någon mån skilja sig åt vid den faktiska utgivningen 30 april 2007.

Exempel på utfall

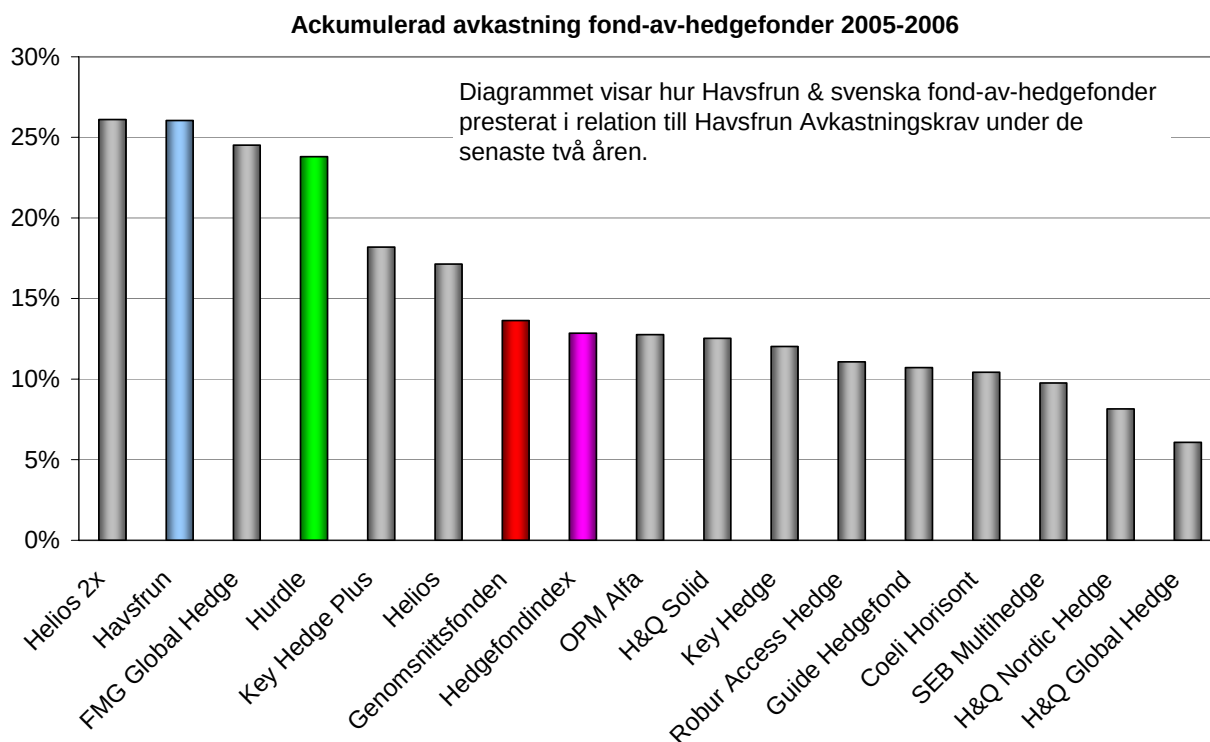
I denna bilaga redovisas alternativa beräkningar vad gäller hur optionsprogrammet kan utfalla och därmed vad det kan kosta Bolaget.

Historiskt under perioden 1990-2006 har den s.k. hurdlen – alltså ”ribban” eller avkastningskravet – uppgått till i genomsnitt 9,5 % per år.

Huruvida kommande 3, 6 eller 9 år kommer att utvecklas ungefärligen likadant är omöjligt att veta. Det kan bli samma, delvis samma eller helt olika. På följande sidor redovisas en rad olika ”scenarier” för att illustrera effekten på optionsprogrammet under lika marknadsförutsättningar.

Hög ambitionsnivå

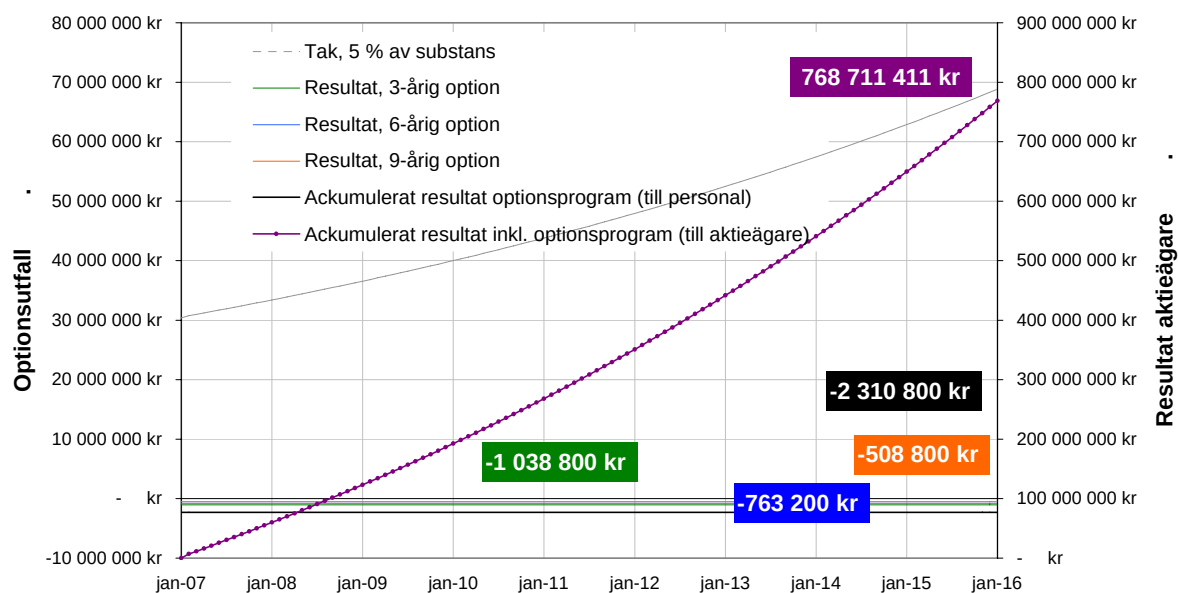
Till att börja med illustreras återigen att hurdlen ligger på en jämförelsevis hög nivå.



Exempel 1: Noll procents överavkastning

Diagram 1 visar en substansutveckling som antas motsvara hurdlen, som i sin tur antas ligga på 9,46 procentenheter per år. Trots att Havsfrun i exemplet antages avkasta 9,46 procent per år förfaller samtliga optioner utan värde vilket realiserar en förlust för personalen på drygt 2,3 miljoner kronor, nämligen köpeskillingen för optionerna. Samtidigt kan bemärkas att aktieägarnas vinst i Havsfrun under dessa 9 år ändå uppgår till dryga 760 miljoner kronor i detta exempel.

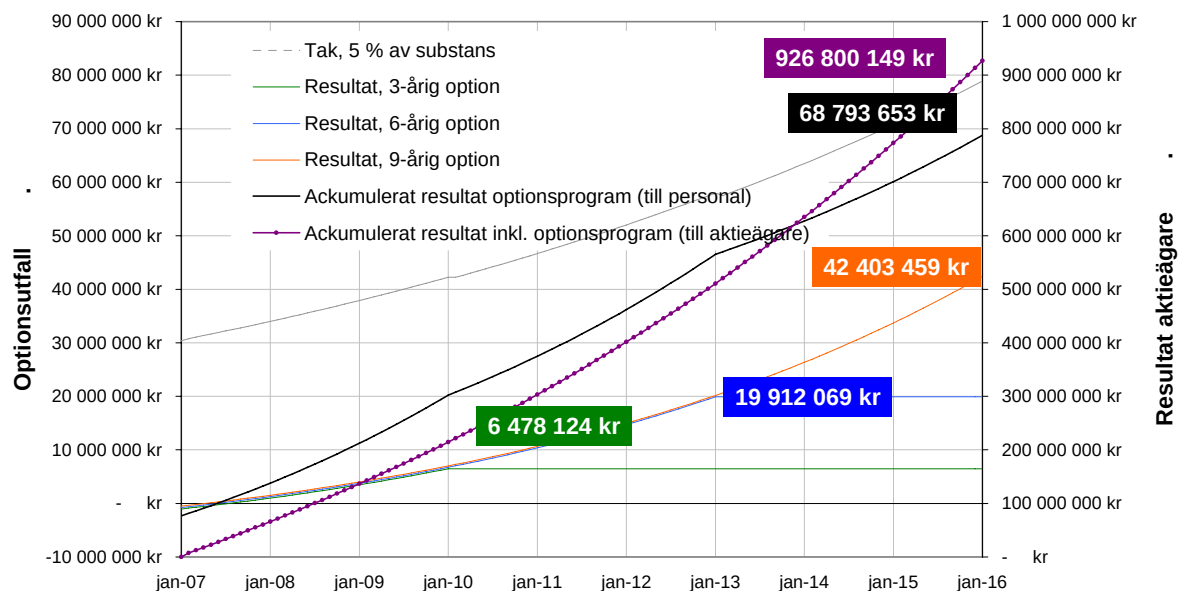
Diagram 1: Ackumulerad vinst och optionsutbetalningar givet att Hurdle är 9,46% per år. Havsfruns justerade kapitaltillväxt ökar med 0 procentenheter utöver det historiska avkastningskravet (9,46% per år). Utdelningar återinvesteras.



Exempel 2: Två procentenheters överavkastning

Diagram 2 nedan visar en substansutveckling som ligger två (2) procentenheter över hurdlen, som även här förutsatts ligga på 9,46 procent per år.

Diagram 2: Ackumulerad vinst och optionsutbetalningar givet att Hurdle är 9,46% per år. Havsfruns justerade kapitaltillväxt ökar med 2 procentenheter utöver det historiska avkastningskravet (11,46% per år). Utdelningar återinvesteras.

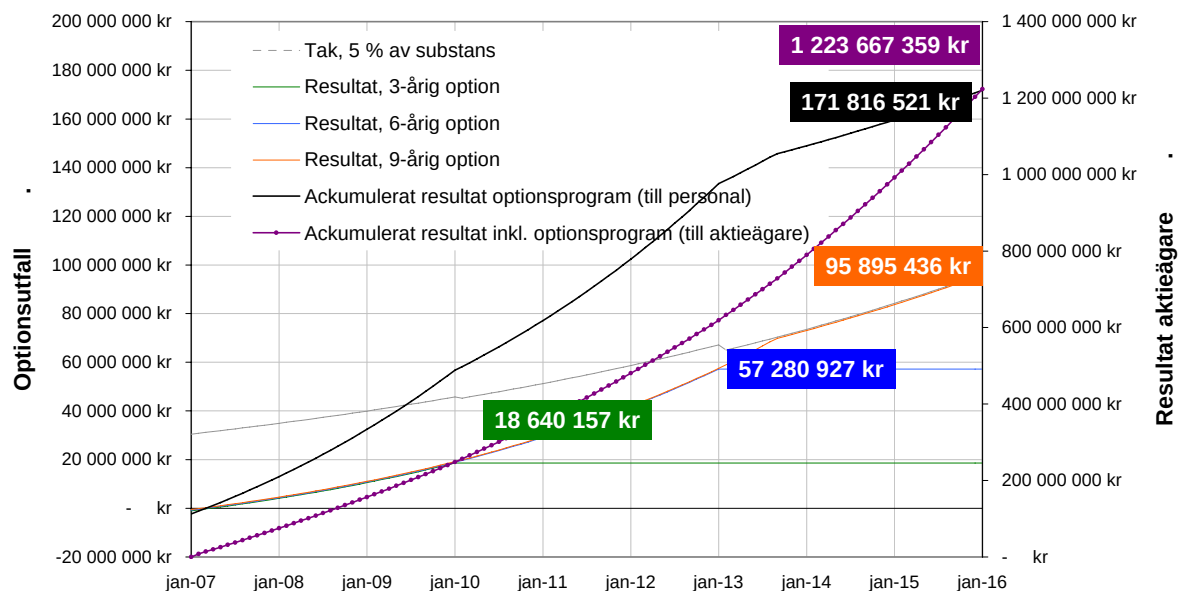


Substansvärdet i Bolaget ökar i så fall med 996 miljoner kronor, varav optionsvinsten blir 69 mkr om man summerar utfallen år 3, 6 och 9. Denna summa motsvarar 6,9 procent av den totala vinsten under perioden eller 4,4 procent av den totala substansen vid periodens slut. Aktieägarnas utfall, netto, blir 927 miljoner kronor.

Exempel 3: Fem procentenheters överavkastning

Diagram 3 nedan visar en substansutveckling som ligger fem (5) procentenheter över hurdlen, som här förutsatts ligga på 9,46 procent per år.

Diagram 3: Ackumulerad vinst och optionsutbetalningar givet att Hurdle är 9,46% per år. Havsfruns justerade kapitaltillväxt ökar med 5 procentenheter utöver det historiska avkastningskravet (14,46% per år). Utdelningar återinvesteras.

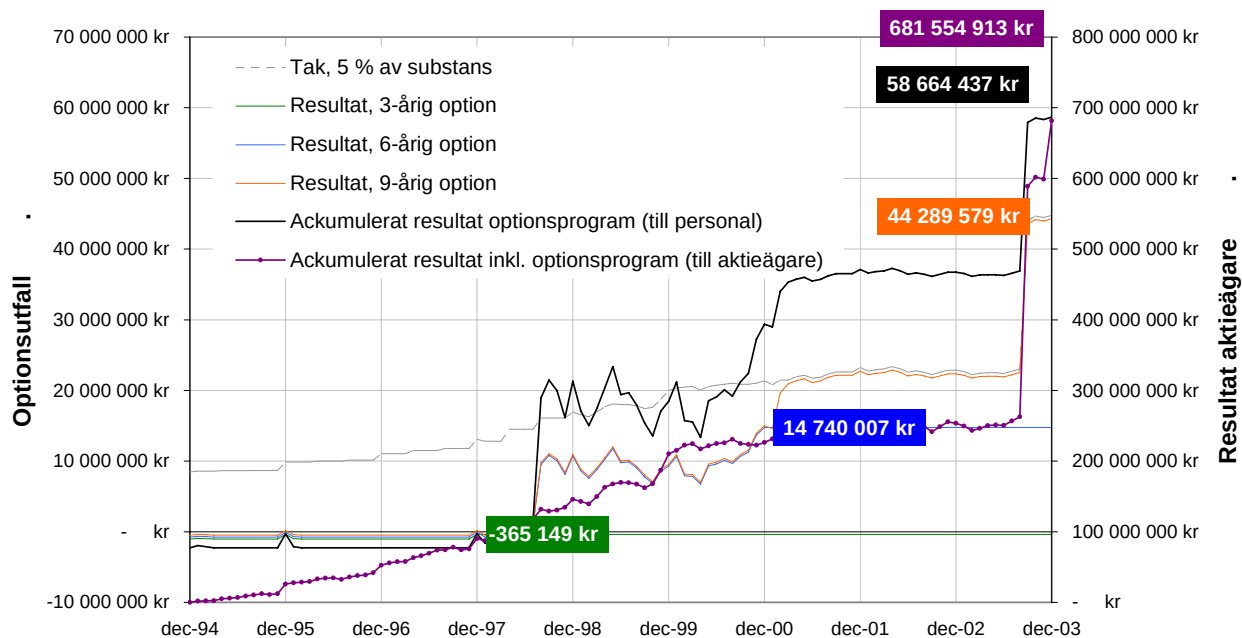


Substansvärdet i Bolaget ökar med 1 395 miljoner kronor, varav optionsvinsten blir 172 mkr, om man summerar utfallen år 3, 6 och 9. Denna summa motsvarar 12,3 procent av den totala vinsten under perioden eller 8,6 procent av den totala substansen vid periodens slut.

Exempel 4: Retroaktiv tillämpning på Havsfrun 1995-2003

Diagram 4 nedan visar hur optionsprogrammet skulle ha fallit ut om det tillämpats redan från 1995 till och med 2003.

Diagram 4: Ackumulerad vinst och optionsutbetalningar om optionsprogrammet hade startat 1 januari 1995 och slutat 31 december 2003. Utdelningar återinvesteras.

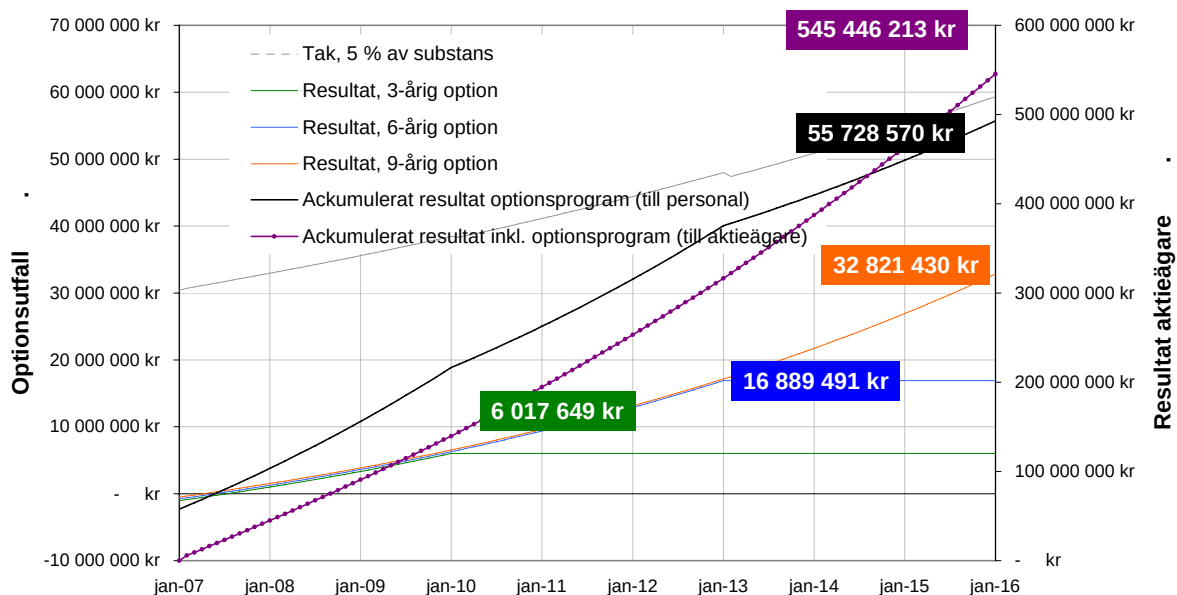


Utfallet för Havsfrun blir drygt 740 miljoner (om man räknar med utdelningarna som återinvesterade till samma avkastning som kvarhållna vinstmedel), varav optionsprogrammet skulle addera till 59 miljoner, efter att taket skurit bort cirka 76 miljoner. Denna summa motsvarar 7,9 procent av den totala vinsten under perioden eller 6,4 procent av den totala substansen vid periodens slut.

Exempel 5: Två procentenheters överavkastning. Avkastningskrav = 6 %

Diagram 5 nedan visar en substansutveckling som ligger två (2) procentenheter över hurdlen, som här förutsatts ligga på 6 procent per år, alltså 4 procentenheter lägre än i de första tre exemplen. Detta visar följaktligen en situation där aktiemarknaden generellt går sämre genomsnittligt än under perioden 1995-2007. Följden är att det blir svårare att uppnå en högre substansökning även för Havsfrun. Likafullt räknar styrelsen i detta exempel med 2 procentenheter överavkastning. Det överstiger alltså aktiemarknaden med 33 %. Lägg till detta rörelsens omkostnader som inte minskar, och därför är betydligt svårare att tjäna in.

Diagram 5: Ackumulerad vinst och optionsutbetalningar givet att Hurdle är 6% per år. Havsfruns justerade kapitaltillväxt ökar med 2 procentenheter utöver det historiska avkastningskravet (8% per år). Utdelningar återinvesteras.

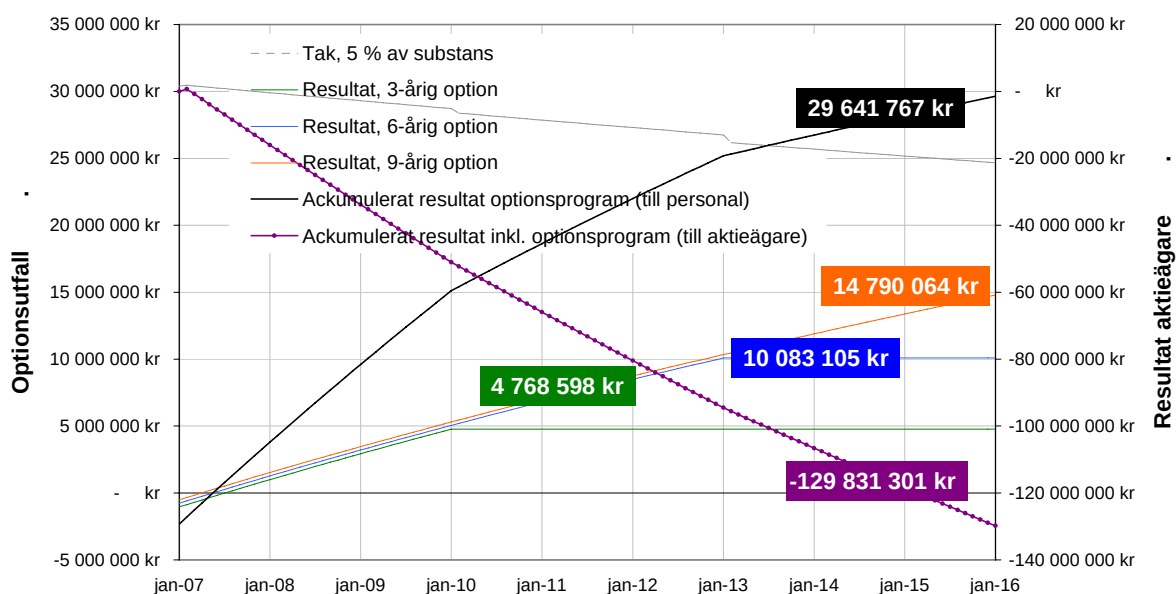


Substansvärdet i Bolaget ökar med 601 miljoner kronor, varav optionsvinsten blir 56 mkr, om man summerar utfallen år 3, 6 och 9. Denna summa motsvarar 9,3 procent av den totala vinsten under perioden eller 4,7 procent av den totala substansen vid periodens slut.

Exempel 6: Räkneexempel i händelse av förlust

Diagram 6 nedan visar hur optionsprogrammet skulle ha fallit ut om det tillämpats i en situation där hela aktiemarknaden går back och Havsfrun också förlorar pengar, men mindre än marknaden i stort. Detta är ju osannolikt men likafullt bör det exemplifieras. Hurdlen förutsätts i detta exempel alltså ligga på minus (-) 4 procent per år. Substansutvecklingen i Bolaget minskar då bara med 2 procentenheter, ifall Havsfrun har två procentenheters överavkastning. En sådan överavkastning i ett negativt klimat svarar emot en extrem skicklighet.

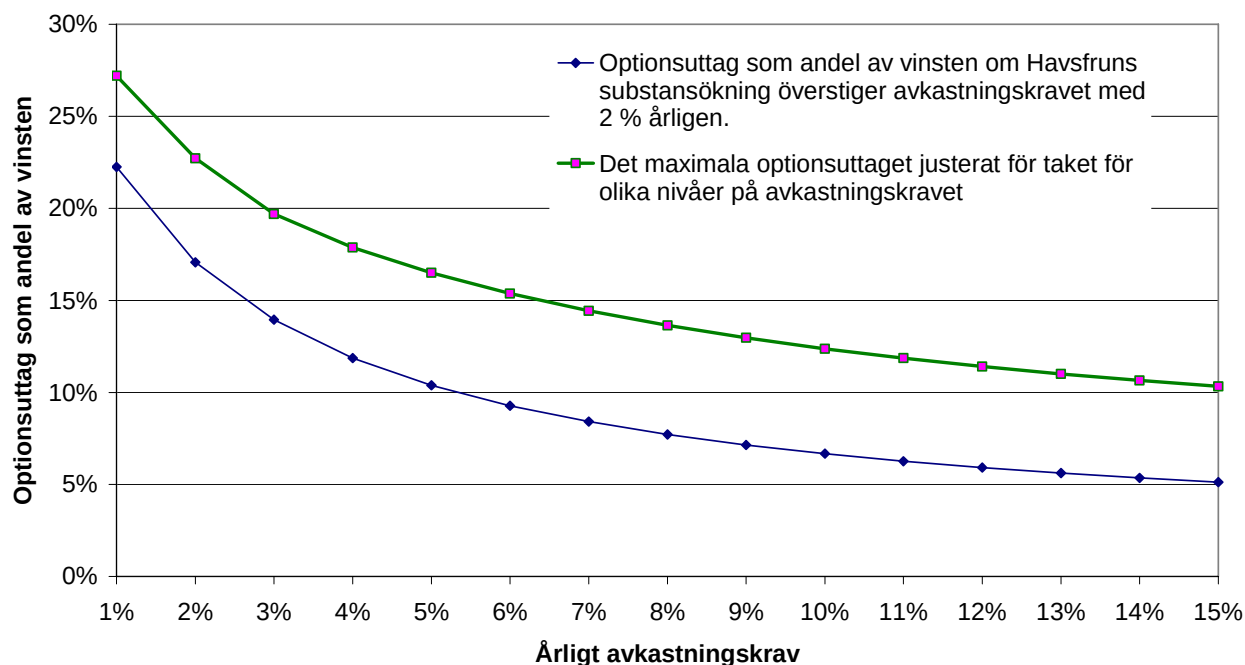
Diagram 6: Ackumulerad vinst och optionsutbetalningar givet att Hurdle är -4% per år. Havsfruns justerade kapitaltillväxt ökar med 2 procentenheter utöver det historiska avkastningskravet (-2% per år). Utdelningar återinvesteras.



Substansvärdet i Bolaget minskar med 130 miljoner kronor, varav optionsvinsten blir 30 mkr, om man summerar utfallen år 3, 6 och 9. Genom optionsprogrammet betalar alltså Havsfrun 30 mkr för att slippa förlora ytterligare 130 miljoner kronor i detta exempel där man utgått från ett generellt förlustklimat som är synnerligen svårt att bemästra.

Diagram 7 nedan visar två linjer. Den blå linjen representerar optionsuttagets sammanlagda storlek i förhållande till den ackumulerade vinsten vid olika nivåer för avkastningskravet givet att Havsfrun överpresterar med 2 % per år. Den gröna linjen representerar optionsuttagets maximala andel av vinsten vid olika nivåer för avkastningskravet, oavsett med hur mycket Havsfrun överpresterar.

Diagram 7: Optionsuttag som andel av vinsten



Styrelsen slutsats

På underlag av ovanstående exempel och andra genomlysningar har styrelsen analyserat optionsutfallet och därvid funnit att optionsinnehavarnas ägarintresse sammanfaller väsentligen med aktieägarnas. Styrelsen har också funnit att den beloppsmässiga avvägningen fullt acceptabel.

Kortfattad beskrivning av beredningen av styrelsens förslag

Förslaget till optionsprogram har analyserats och beretts av styrelsen tillsammans med personalen; i en organisation av Havsfruns begränsade storlek är det ofrånkomligt att ett dylikt, mycket arbetskrävande, förslag även involverar personalen i beredningen.

Arbetet har varit mycket krävande och har pågått sedan hösten 2004. Redan från denna tidpunkt har arbetet med förslaget redovisats på bolagsstämorna och i årsredovisningen.

Eftersom det är mycket svårt att få fram ett bra program har arbetet skett med hjälp av rådgivning från ett flertal aktiebolags-, aktiemarknads- och skatterättsliga experter från flera ledande advokat- och revisionsbyråer, och stora ansträngningar har lagts ner på att optionsprogrammet ska vara så relevant och rättvisande som möjligt under alla förutsättningar. Styrelsen anser att arbetet har bedrivits synnerligen omsorgsfullt och att optionsprogrammet har analyserats på ett sannolikt osedvanligt djupgående sätt.

Förslaget har fått en alltmer konkret utformning alltsedan slutet av 2006, och styrelsen har, efter löpande diskussioner och genom utvärdering av flera alternativa konstruktioner, successivt enats om det nu presenterade förslaget. Externa konsulter har i väsentliga avseenden kommenterat och lämnat råd, både formellt och materiellt, på programmets utformning och även biträtt vid det slutliga framtagandet av styrelsens förslag.

Det formella förslaget fastställdes av styrelsen 13 mars 2007.

Verkställande direktör Claes Werkell har på grund av jäv inte deltagit i vare sig styrelsens överläggningar eller styrelsens beslut att presentera föreliggande förslag för bolagsstämman.

Värderingsutlåtande

1

Till styrelsen för AB Havsfrun.

Värdering av syntetiska optioner i AB Havsfrun, Org nr. 556311-5939 enligt Black & Scholes värderingsmodell.

Styrelsen i AB Havsfrun beslutade den 13 mars 2007 att föreslå kommande årsstämma att besluta om att erbjuda (Erbjudandet) bolagets personal i placeringsgruppen att förvärva syntetiska optioner till marknadspris förutsatt att förslaget biträds av aktieägare med minst nio tiondelar av såväl de avgivna rösterna som de vid årsstämman företrädde aktierna.

AB Havsfruns styrelse har uppdragit åt BDO Corporate Finance ("BDO") att avge ett utlåtande om det teoretiska marknadsvärdet av de syntetiska optionerna per den 31 januari 2007. Bakgrund och förutsättningar redovisas för övrigt nedan i bilaga. Detta utlåtande är riktat till styrelsen för AB Havsfrun och är uteslutande avsett att tjäna som underlag för dess ställningstagande i fråga om Erbjudandet och dess skälighet. Utlåtandet får inte, utan BDOs föregående skriftliga godkännande, åberopas eller användas för något annat ändamål och, i enlighet med sådant skriftligt godkännande, endast användas eller åberopas i sin helhet. Utlåtandet är underkastat svensk rätt. Utlåtandet må dock ingå som bilaga i styrelsens förslag till årsstämman.

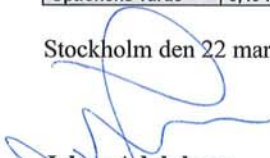
Det verkliga och slutliga framtida optionsvärdet i Erbjudandet bestäms vid löptidens slut av i vilken mån Havsfruns substansutveckling överträffar ett visst avkastningskrav, nämligen den i optionsvillkoren angivna "hurdlen". Denna "hurdle" resulterar vid beräkning i ett visst framtida belopp, nämligen ett "strike price", om 3, 6 respektive 9 år – vilket till följd av optionsvillkoren enbart kan fastställas i efterskott eftersom det faktiska avkastningskravet kommer att bero av den faktiska framtida utvecklingen av de underliggande bestämningsfaktorerna, bland annat kursutvecklingen på världens börser.

För att i förtid beräkna ett värde redan vid utgivningstidpunkten krävs vissa antaganden beträffande den framtida utvecklingen av bestämmande faktorer. Vidare används här även Black & Scholes värderingsmodell, på sätt och med de antaganden som stipuleras nedan och enligt redovisningsstandarden IFRS 2. Havsfruns styrelse har i sitt förslag gjort en sådan teoretisk beräkning och noga redogjort för förutsättningar och tillvägagångssätt.

BDO har granskat metodiken och kontrollräknat samtliga beräkningar utan anmärkning och bedömer därvid att Black & Scholes värderingsmodell ger ett skäligt teoretiskt marknadsvärde på optionerna per den 31 januari 2007 enligt följande:

Optionsserie	2007/2010	2007/2013	2007/2016
Optionens värde	0,49 kr	0,36 kr	0,24 kr

Stockholm den 22 mars 2007



Johan Adolphson

Partner, BDO Corporate Finance

./. Bilaga: Övriga förutsättningar

Bilaga till Värdering av syntetiska optioner i AB Havsfrun, Org nr. 556311-5939 enligt Black & Scholes värderingsmodell.

Övriga förutsättningar

BDO har, till grund för detta utlåtande avseende de finansiella villkoren, beaktat följande:

- i) Offentliggjord årsredovisning för AB Havsfrun avseende räkenskapsåren 2005 och 2006.
- ii) Historisk substansvärdesberäkning och volatilitet för AB Havsfrun.
- iii) Villkoren för Erbjudandet enligt styrelsens förslag till årsstämman 2007.
- iv) Diskussioner med AB Havsfruns ledande befattningshavare avseende historik och nuvarande verksamhet, finansiell ställning, investeringsbehov och framtida utsikter för AB Havsfrunkoncernen och vissa interna ekonomiska rapporter och andra finansiella data samt budgetar och prognoser framtagna av ledningen i AB Havsfrun.
- v) Offentligt tillgänglig information avseende aktiekurs och omsättning i AB Havsfrun-aktien samt de finansiella villkoren för andra vissa nyligen lämnade finansiella erbjudanden.
- vi) Diskussion med AB Havsfruns ledande befattningshavare avseende den strategiska nödvändigheten att knyta ledande befattningshavare som potentiella aktieägare till AB Havsfrun.
- vii) Ytterligare omständigheter avseende historik och nuvarande verksamhet i AB Havsfrun liksom andra finansiella analyser som BDO bedömt nödvändiga eller lämpliga som underlag för detta utlåtande.
- viii) Beräkningsmodell för simulering av teoretiska optionspriser utifrån Erbjudandet.
- ix) Aktuellt substansvärde per aktie, estimerad framtida förräntning och substansvärde per aktie justerat för utvecklingen av "hurdle" samt komponenternas historiska utveckling.

BDO har förlitat sig på uppgifter lämnade eller förmedlade av ledningen för AB Havsfrun avseende de affärsrättsliga skälen för det föreslagna optionsprogrammet.

BDO har antagit och förlitat sig på, utan egen kontroll, att offentliggjord information och information som tillhandahållits av AB Havsfrun, eller som eljest granskats av BDO som underlag för detta utlåtande, är korrekt och att ingen information av väsentlig betydelse för bedömningen av bolagens framtida intjäningsförmåga, substansvärdesutveckling eller för BDOs bedömning i övrigt har utelämnats. Vad gäller finansiella och operativa prognoser, vilka har gjorts tillgängliga av ledningen för AB Havsfrun, har BDO antagit att dessa utarbetats på en försvarlig och riktig grund. BDO har inte gjort någon självständig värdering av tillgångar och skulder i AB Havsfrun eller något av deras dotterbolag.

BDOs utlåtande grundas på nu rådande marknadsmässiga, ekonomiska, finansiella och övriga förhållanden samt den information som tillhandahållits per dagen för detta utlåtande. Förhållande som lagts till grund för utlåtandet kan påverkas av efterföljande händelser.

BDO ger inte härigenom uttryck för någon uppfattning om till vilka priser de optioner som avses utges enligt villkoren för Erbjudandet kommer att handlas när de utgivits eller någon rekommendation om att Erbjudandet bör accepteras.
