



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Juridiska Institutionen
Programmet för juris kandidatexamen
Tillämpade studier
Höstterminen 2008

Institutionella ägare och incitamentsprogram

*– en komparativ studie om aktierelaterade incitamentsprogram och hur ISS
påverkar vid utformningen av dessa*

Författare: Linnéa Nilsson

Emelie Thor

Handledare: Rolf Dotevall

Ämne: Aktiemarknadsrätt

Förord

Juristutbildningen har varit en lång och stundtals krokig resa. När det var dags att börja tänka på examensuppsatsen fanns det oändliga möjligheter. Associationsrättsundervisningen hade varit så pass inspirerande att valet dock var ganska enkelt – aktiemarknadsrätt! Sedan började det allra svåraste, att välja ut *vad* inom aktiemarknadsrätten vi skulle skriva om. Det var här Mikael Borg kom in i bilden. Han upplyste oss om de institutionella ägarnas framfart på aktiemarknaden och om ISS allt större inflytande över de svenska aktiemarknadsbolagen. Efter en lunch med honom var vi övertygade om att vi ville skriva om ISS aktiviteter. Under vår research kom vi i kontakt med ett antal debattartiklar som visade på starka reaktioner på hur ISS rekommendationer påverkat stämmobeslut om förslag till incitamentsprogram. Detta väckte vår nyfikenhet att undersöka situationen närmare. Sedan den där dagen i juni då vi tog bilen upp till Stockholm och träffade Mikael har vi lärt oss mycket om institutionella ägare, ISS, incitamentsprogram, om rättsekonomiska teorier, och om oss själva. Nu när arbetet lider mot sitt slut vill vi passa på att tacka ett antal personer som hjälpt oss under vägen.

Först och främst vill vi rikta ett stort tack till Mikael Borg, advokat på Gernandt & Danielsson, som öppnade våra ögon och introducerade oss för ämnet. Vi vill dessutom tacka Christina Lindberg & Stefan Sundell på Nordeas Corporate Finance avdelning i Stockholm, som tog sig tid att träffa oss för att bland annat berätta om i vilken utsträckning de upplever att ISS styr utformningen av incitamentsprogram i svenska aktiebolag.

Slutligen vill vi tacka Elif Härkönen för all hjälp med den amerikanska rätten, samt vår handledare Rolf Dotevall, som lärt oss konsten att knåda text. Sist men inte minst vill vi rikta ett stort tack till Karin Lindh Ithuralde på ISS för att hon delade med sig av sin tid och kunskap, samt Björn Kristiansson som har läst igenom delar av vårt material och kommit med värdefulla synpunkter.

Linnéa Nilsson och Emelie Thor,
Göteborg, december 2008

| | |
|--|-----------|
| FÖRKORTNINGAR | 7 |
| 1 INLEDNING | 8 |
| 1.1 BAKGRUND | 8 |
| 1.2 SYFTE OCH PROBLEMSTÄLLNING | 10 |
| 1.3 METOD..... | 10 |
| 1.3.1 Teori för komparativa studier..... | 11 |
| 1.4 MATERIAL OCH AVGRÄNSNING | 12 |
| 1.5 DISPOSITION | 13 |
| 2 BOLAGSSTYRNING | 14 |
| 2.1 BOLAGSSTYRNINGENS FRAMVÄXT | 14 |
| 2.2 SEPARATION MELLAN ÄGANDE OCH KONTROLL | 16 |
| 2.2.1 Ägarkontrollerade bolag..... | 17 |
| 2.2.2 Ledningskontrollerade bolag..... | 18 |
| 2.2.3 Intresse, makt och agerande | 19 |
| 2.2.4 Agentteorin..... | 19 |
| 2.3 BOLAGSSTYRNINGENS UTVECKLING I SVERIGE | 20 |
| 2.4 SVENSKT ARBETE FÖR BÄTTRE BOLAGSSTYRNING UNDER 2000-TALET ... | 21 |
| 2.4.1 Svensk kod för bolagsstyrning..... | 21 |
| 2.4.1.2 Följ eller förklara..... | 22 |
| 2.4.1.3 Utveckling och övervakning | 22 |
| 2.4.1.4 Den nya Koden..... | 23 |
| 3 SVENSK OCH AMERIKANSK AKTIEMARKNAD | 24 |
| 3.1 DEN SVENSKA AKTIEMARKNADEN..... | 24 |
| 3.1.1 Förtroendet för aktiemarknaden..... | 24 |
| 3.1.2 Internationellt inflytande..... | 25 |
| 3.2 SJÄLVREGLERING | 25 |
| 3.2.1 Föreningen för god sed på aktiemarknaden..... | 26 |
| 3.2.2 Varför självreglering används..... | 26 |
| 3.2.3 Sanktionsmöjlighet | 27 |
| 3.3 UPPDELNINGEN AV BOLAGSORGANEN I SVENSKA AKTIEBOLAG | 27 |
| 3.3.1 Bolagsstämma..... | 27 |
| 3.3.2 Bolagsledningen..... | 28 |
| 3.4 DEN AMERIKANSKA AKTIEMARKNADEN..... | 29 |
| 3.4.1 Den amerikanska lagstiftningen..... | 29 |
| 3.4.1.1 Federal lagstiftning..... | 30 |
| 3.4.2 Enronskandalen..... | 30 |
| 3.4.3 Sarbanes-Oxley Act | 32 |
| 3.4.3.1 Skyldighet för utländska företag att följa Sarbanes-Oxley Act..... | 33 |

| | |
|---|-----------|
| 3.4.4 Uppdelning av bolagsorganen i USA..... | 33 |
| 3.4.4.1 Domstolsprocess som bolagsstyrningsinstrument..... | 34 |
| 4 INSTITUTIONELLT ÄGANDE..... | 35 |
| 4.1 BAKGRUNDEN I SVERIGE..... | 35 |
| 4.2 BAKGRUNDEN I USA | 36 |
| 4.2.1 Ställning på den amerikanska aktiemarknaden..... | 36 |
| 4.2.2 Institutionella ägares fiduciary duties..... | 37 |
| 4.3 DEN INSTITUTIONELLA ÄGARENS OLIKA ROLLER..... | 37 |
| 4.3.1 Institutioner som aktiebolag | 37 |
| 4.3.2 Fondbolag..... | 38 |
| 4.4 PROBLEM FÖR INSTITUTIONERNA | 38 |
| 4.4.1 Free riders..... | 39 |
| 4.5 AKTIEÄGARES STYRNINGSMÖJLIGHETER I SVERIGE | 39 |
| 4.6 ÄGARPOLICIES | 40 |
| 4.6.1 Aktiv styrning från institutionella ägare | 41 |
| 4.6.1.2 Förankring av incitamentsprogram..... | 41 |
| 4.7 AKTIEÄGARES STYRNINGSMÖJLIGHETER I USA..... | 42 |
| 4.7.1 Proxy..... | 43 |
| 4.8 INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES | 44 |
| 4.8.1 ISS inflytande över svenska bolag | 44 |
| 5 INCITAMENTSPROGRAM | 46 |
| 5.1 TEORETISK INLEDNING | 46 |
| 5.1.1 Marknadsteorier..... | 46 |
| 5.1.2 Nackdelar med optionsprogram | 47 |
| 5.1.3 Införandet av incitamentsprogram..... | 47 |
| 5.1.4 Aktierelaterade incitamentsprogram..... | 48 |
| 5.1.5 Pilotskolan..... | 49 |
| 5.2 PRESTATIONSBASERAD KOMPENSATION..... | 49 |
| 5.2.1 Definition av prestation..... | 50 |
| 5.3 BESLUTFATTANDE..... | 50 |
| 5.3.1 Business judgment rule..... | 51 |
| 5.4 ARGUMENT FÖR INCITAMENTSPROGRAM..... | 52 |
| 5.4.1 Lösningar för att minska agentkostnaderna | 52 |
| 5.5 KRITIK MOT INCITAMENTSPROGRAM..... | 53 |
| 5.5.1 Risken för motsatt effekt..... | 53 |
| 5.5.2 Kurspåverkande yttre faktorer..... | 54 |
| 5.5.3 Förhandlingar på armlängds avstånd..... | 54 |
| 5.6 SVENSK REGLERING..... | 56 |

| | |
|--|-----------|
| 5.6.1 Leo-affären..... | 57 |
| 5.6.1.1 Kritik mot Leo-affären..... | 57 |
| 5.6.2 Leo-lagen | 58 |
| 5.6.3 Fortsatt reglering gällande incitamentsprogram..... | 59 |
| 5.6.4 Riktlinjer från institutionella ägare | 59 |
| 5.6.5 Principuttalande från Aktiemarknadsnämnden | 60 |
| 5.6.5.1 Ersättningens storlek | 61 |
| 5.6.6 Koden..... | 61 |
| 5.6.6.1 Informationsgivning..... | 62 |
| 5.7 OLIKA FORMER AV INCITAMENTSPROGRAM | 63 |
| 5.7.1 Aktiematchningsprogram..... | 63 |
| 5.7.2 Köpoptioner..... | 64 |
| 5.7.3 Teckningsoptioner..... | 64 |
| 5.7.4 Syntetiska optioner..... | 65 |
| 5.7.5 Personaloptioner | 65 |
| 5.7.5.1 Säkerhetsåtgärder för syntetiska optioner och personaloptioner | 66 |
| 5.7.6 Konvertibla skuldebrev..... | 66 |
| 5.7.7 Jämförelse med amerikansk reglering..... | 66 |
| 5.7.8 Popularitet i val av program..... | 67 |
| 5.8 AMERIKANSK LAGSTIFTNING OM ERSÄTTNING TILL LEDANDE | |
| BEFATTNINGSHAVARE | 68 |
| 5.8.1 Processuella regler kring kompensation åt ledande befattningshavare..... | 69 |
| 5.8.1.1 <i>Compensations Discussion and Analysis</i> | 70 |
| 5.8.1.2 <i>Certifiering av rapporter</i> | 70 |
| 5.8.2 Internal Revenue Code | 71 |
| 5.8.3 Andra normer på den amerikanska aktiemarknaden..... | 72 |
| 5.8.3.1 <i>American Law Institute</i> | 72 |
| 5.8.3.2 <i>Business Roundtable</i> | 73 |
| 5.9 INSTITUTIONERNAS SYN PÅ INCITAMENTSPROGRAM..... | 74 |
| 5.9.1 Första AP-fonden..... | 74 |
| 5.9.1.1 <i>Policy</i> | 75 |
| 5.9.2 Robur Fonder | 76 |
| 5.9.2.1 <i>Policy</i> | 76 |
| 5.9.3 Nordeas Fonder..... | 77 |
| 5.9.3.1 <i>Policy</i> | 77 |
| 5.9.4 Sammanfattning över svenska institutionella ägare..... | 78 |
| 5.9.5 ISS..... | 78 |
| 5.9.5.1 <i>ISS International Corporate Governance Policy</i> | 79 |
| 5.9.5.2 <i>ISS Taft-Hartley Advisory Services Guidelines</i> | 80 |
| 5.10 SVENSKA INSTITUTIONELLA ÄGARE JÄMFÖRT MED ISS | 83 |
| 5.10.1 ISS påverkan på svenska incitamentsprogram..... | 83 |

| | |
|---|-----------|
| 5.10.2 ISS i förhållande till svenska institutionella ägare | 83 |
| 5.10.3 ISS styrningsmöjlighet..... | 85 |
| 6 ANALYS | 87 |
| 6.1 VARFÖR BOLAGSSTYRNING? | 87 |
| 6.1.1 USA en viktig aktör inom bolagsstyrningen..... | 88 |
| 6.2 SKILLNADER I ÄGARBILDEN MELLAN SVERIGE OCH USA | 88 |
| 6.2.1 Styrelsens makt | 89 |
| 6.3 INCITAMENTSPROGRAM..... | 89 |
| 6.3.1 Styrning från institutionella ägare..... | 91 |
| 6.3.2 <i>ISS påverkade av den amerikanska ägarbilden.....</i> | <i>92</i> |
| 6.4 RESULTAT AV ISS AGERANDE | 94 |
| 6.5 AVSLUTNING | 94 |
| 7 KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING | 97 |

Förkortningar

| | |
|---------|--|
| ABL | Aktiebolagslag (2005:551) |
| ALI | American Law Institute |
| AMN | Aktiemarknadsnämnden |
| CalPERS | California Public Employees' Retirement System |
| CD&A | Compensation Discussion and Analysis |
| CEO | Chief Executive Officer |
| DGCL | Delaware General Corporation Law |
| FI | Finansinspektionen |
| FK | Förtroendekommissionen |
| IRC | Internal Revenue Code |
| ISS | Institutional Shareholder Services |
| Koden | Svensk kod för bolagsstyrning |
| LHF | Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument |
| NBK | Näringslivets Börskommitté |
| NGM | Nordic Growth Market |
| OECD | Organisation for Economic Co-operation and Development |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| SOX | Sarbanes-Oxley Act of 2002 |
| SPE | Special Purpose Entities |
| ÅRL | Årsredovisningslag (1995:1554) |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Så länge det har funnits aktiebolag har bolagsstyrningsproblematik diskuterats. Det verkar som om begreppet är viktigt och kantat med problem. Hur bolag styrs av dem som leder bolagen är avgörande för att aktieägarnas investeringar skall förvaltas på bästa sätt. Dålig bolagsstyrning leder till dåliga aktiebolag, något som resulterat i otaliga företagsskandaler och flera finanskriser. Detta leder till minskat förtroende för aktiemarknaden vilket är förödande för aktiebolagens kapitalförsörjning.

Möjligheten att investera sitt kapital med förhoppning om värdeökning och avkastning utan något personligt betalningsansvar är en del av förklaringen till den stora succén med aktiebolag. Det räcker emellertid inte med en möjlighet att investera kapital på det vis som aktiebolagsformen erbjuder, det måste även finnas någon garanti för investerarna att deras kapital förvaltas väl. Inom svensk aktiebolagsrätt finns det en lång rad av regler som skall säkerställa detta. Vår aktiemarknad har tidigt dominerats av ett fåtal storägare och minoritetsskyddsregler har därför ansetts som angeläget för att säkerställa att små aktieägare skall våga tillskjuta sitt kapital till aktiebolaget. Utan dessa regler skulle aktieägarminoriteten i ett aktiebolag vara utelämnad åt majoritetens godtycke.

Idag ser ägarbilden på den svenska aktiemarknaden annorlunda ut jämfört med bara för tjugo år sedan. De svenska börsbolagen ägs i mycket stor utsträckning av institutionella ägare, både svenska och utländska. Samtidigt har den institutionella aktieägarens roll ändrats, från passiv till aktiv. Detta har även varit krav från de institutionella ägarnas kunder, från statligt håll och från de ägda bolagen. Detta har också blivit ett naturligt förfarande för institutionerna. Idag har de allra flesta institutionella ägare tämligen genomarbetade och detaljerade policies som anger syftet med dess investeringar och hur de kommer att rösta i vissa angivna situationer vid bolagsstämman.

En bolagsstyrningsfråga som ständigt är ett hett debattämne är utformningen av incitamentsprogram. De institutionella ägarna har ofta åsikter om just detta, och det är något som är vanligt förekommande i massmedia. Det gäller inte minst i dessa tider av finansiell kris. Vi har den senaste tiden sett exempel i regeringens krispaket för storbankerna på statliga krav på minskning av ersättningsnivåerna i stort, till ledande befattningshavare hos Posten som frivilligt avsäger sig sin ersättning. Men fokus har ändå varit på de i vissas ögon orimliga bonus och belöningar som utbetalas till ledande befattningshavare trots de allt sämre tiderna. Många teoretiker har behandlat incitamentsprogram och dess försök att sammanlänka de ledande befattningshavarnas intressen med bolagen de styr och dess aktieägare. Än fler praktiker har uttalat sig i frågan. Det är onekligen ett svårlöst problem att få bolagsledningen att arbeta för aktieägarnas bästa och det råder inte alls enighet i frågan om incitamentsprogram är lösningen på problemen. Och om teoretikerna och praktikerna menar att incitamentsprogram är det bästa sättet att komma runt problematiken är de inte alls överens om hur dessa bäst skall utformas.

Frågan om incitamentsprogrammets vara eller icke vara, och dess eventuella utformning blir extra knivig i svenska aktiemarknadsbolag. Den svenska ägarstrukturen i aktiemarknadsbolag, där kontrollaktieägare är vanligt förekommande gör att lagstiftaren arbetat hårt för att säkra vissa minoritetsskyddsregler. Eftersom bolagsstämman väljer styrelsen blir de personer som fått flest röster valda. Detta är vanligtvis de personer som de stora aktieägarna föredrar, och minoritetsaktieägare är på detta vis i händerna på majoriteten och majoritetens agents händer. Minoritetsskyddsreglerna är därför viktiga. När det gäller aktierelaterad ersättning har lagstiftaren ansett det vara angeläget att bolagsledningen inte efter eget godtycke ska kunna belöna sig själva, av kräver så mycket som nio tiondelars majoritet för att godkänna ett incitamentsprogram. Denna reglering är speciell för Sverige, och det amerikanska regelverket bjuder helt andra lösningar.

Den amerikanska aktiemarknaden och dess aktiebolag är mycket relevant i bolagsstyrningsdebatten och då det gäller problemen kring incitamentsprogram.

USA är en stor aktör på den globala ekonomin och har alltid varit inflytelserikt. Amerikanska röster har alltid haft mycket att säga till om vid bolagsstyrningsdebatten. Numera, med den globala kapitalmarknaden som vuxit fram, är amerikanska aktieägare viktiga även för den svenska aktiemarknaden. Drygt en tredjedel av det svenska börsvärdet ägs av utländska intressenter, och detta är viktigt att ta med i beräkningen då man analyserar aktiemarknadens agerande. Då det gäller en fråga som incitamentsprogram, där det räcker att en tiondel av aktieägarna säger nej för att förslaget skall läggas på hyllan, är det viktigt att inte ens de små aktieägarna kan motsätta sig ett förslag. Många amerikanska bolag, och även bolag av andra nationaliteter, röstar i sina svenska bolag genom fullmakt. ISS är en viktig hjälp för dessa investerare, då de analyserar svenska aktiemarknadsbolag och lämnar röstningsrekommendationer till sin mycket stora klientbas. ISS röstningsrekommendationer kan vara väldigt avgörande just i frågor där det krävs stor samstämmighet bland aktieägarna eftersom andelen utländskt, och amerikanskt, ägande lätt kan överstiga en tiondel.

1.2 Syfte och problemställning

Syftet med vår uppsats är att utreda hur den svenska och den amerikanska aktiemarknaden ser ut och om detta påverkar synen på incitamentsprogram. Läsaren skall ges en förståelse för de olika systemens likheter och olikheter. Vi kommer även att utreda begreppet corporate governance – varför det finns och vad det kan göra. Vi vill med detta komma underfund med hur skillnaderna och likheterna mellan USA och Sverige påverkar utformningen av incitamentsprogram på den svenska aktiemarknaden. Den frågeställning vi koncentrerat oss på är hur just ISS påverkar vid utformningen av svenska incitamentsprogram, och om de påverkar utformningen mer än vad svenska institutionella ägare gör.

1.3 Metod

I arbetet med denna uppsats har främst litteratur- och tidskriftsstudier genomförts. Metoden har inte varit den traditionella juridiska metoden i den mening att information för att besvara frågeställningen inte främst har inhämtats från

sedvanliga rättskällor, det vill säga lagtext, förarbeten, praxis och doktrin, även om dessa källor använts i viss utsträckning.

Vid sidan av ovan nämnda källor har även information har sökts hos personer ute i näringslivet med erfarenhet i ämnet. Vi har talat med advokater med erfarenhet från det praktiska juristarbetet med incitamentsprogram och med ekonomer som är specialister på att utforma incitamentsprogram. Någon regelrätt empirisk undersökning har det inte varit frågan om, men informationen tjänar som bakgrund för den rättsliga analysen. En viktig del av arbetet har även varit att jämföra de institutionella ägarnas ägarpolicies.

1.3.1 Teori för komparativa studier

Då uppsatsen belyser skillnader mellan den svenska och den amerikanska aktiemarknaden har en stor del av utredningsarbetet skett genom komparativa studier. I dessa delar har komparativ metod tillämpats. Detta är nödvändigt då de rättsliga systemen i olika stater kan skilja sig mycket åt. Den rättsliga kulturen och samhället i övrigt avgör hur ett visst rättsområde utvecklar sig vilket innebär att ett visst problem kan ha fått sin lösning på olika sätt i olika länder. I andra fall kan ett visst rättsligt problem ha fått samma lösning, men på olika sätt. Det kan därför vara intressant för en jurist att göra komparativa studier för att få inspiration och förståelse till en juridisk fråga, både för att få reda på hur frågan har lösts i andra rättsordningar och för att jämföra den rättsliga argumentationen kring frågan. I dagens globala samhälle finns det heller inte några vattentäta skott mellan olika rättsordningar utan dessa påverkar varandra. Komparativa studier kan därför också vara viktiga utifrån detta synsätt. Något som man måste ha i åtanke när en komparativ studie genomförs är just skillnaden i rättsordningar, i rättskultur och i lösningar på rättsliga problem mellan olika länder. Det är inte säkert att det går att jämföra exakt samma företeelse i de olika juridiska systemen. Man måste därför identifiera undersökningsobjektets *funktion* och därefter leta efter dess motsvarighet i den jurisdiktion man jämför med.¹ Vid en jämförelse mellan svensk och amerikansk rätt måste man dels ta hänsyn till de olika rättsliga system som råder, med en stark common law-prägel i USA och ett mer blandat system i

¹ Mäntysaari s 11.

Sverige. Dessutom ser lagstiftningsmekanismerna olika ut, i USA är det stor skillnad på federal och delstatlig lagstiftning, en diskrepans som i Sverige närmast kan jämföras med EG-rättslig lagstiftning i förhållande till nationell lagstiftning.

1.4 Material och avgränsning

I huvudsak har litteratur och tidskriftsartiklar använts vid utredningsarbetet. Både svensk och amerikansk lagstiftning och de regler som har sin bakgrund i självreglering har studerats, och i den mån det har funnits även förarbeten. Ämnets aktuella karaktär och samhällsutvecklingen i övrigt gör att det även funnits relevanta artiklar i dagstidningar och liknande. De institutionella ägarnas ägarpolicies har haft en central betydelse för uppsatsen och dessa har studerats ingående. Information har även inhämtats från både jurister och icke-jurister med praktisk erfarenhet i ämnet genom möten, snarare än intervjuer.

Då en uppsats om incitamentsprogram kan bli väldigt omfattande har det varit nödvändigt med vissa avgränsningar. Först och främst behandlas endast noterade aktiebolag och dess utformning av aktierelaterad ersättning. Dessutom handlar uppsatsen om just aktierelaterad ersättning, övrig ersättning har inte studerats. I viss mån har dock aktiekursrelaterad ersättning behandlats. Inte heller aktierelaterad ersättning till styrelsen och övrig personal i aktiemarknadsbolaget har berörts, utan endast den verkställande direktörens aktierelaterade ersättning.

Det finns ett ganska stort antal institutionella ägare på den svenska aktiemarknaden och vi har inte haft möjlighet att undersöka dem alla. Istället har ett snävt urval bland representativa ägare gjorts, dock endast bland de svenska institutionella ägarna. Den amerikanska aspekten av institutionella ägares syn på incitamentsprogram har ISS fått stå för. Anledningen till att inga amerikanska institutionella ägare har undersökts är att ISS har en så pass bred klientbas och därmed representerar en stor del av de amerikanska institutionella ägarna. Vi har gjort bedömningen att detta är tillräckligt för att få in den amerikanska aktieägarens syn på ägande och incitamentsprogram. Den kritik som har riktats mot amerikanskt håll avser dessutom ISS stora inflytande över svenska aktiemarknadsbolag.

Tilläggas bör att denna uppsats inte behandlar de institutionella ägarnas vara eller icke vara, och inte heller den väl så intressanta diskrepansen mellan kort- och långsiktigt ägande.

1.5 Disposition

Denna uppsats har en komparativ karaktär och de två rättsordningarna som undersöks jämförs kontinuerligt i uppsatsen. Den första utredande delen behandlar utvecklingen av bolagsstyrningen och några av de teorier som har format denna, (kap 2). Sedan görs en övergripande redogörelse av den svenska och den amerikanska aktiemarknaden, (kap 3). Nästa kapitel handlar om de institutionella ägarna. Dels beskrivs dess utveckling och ställning på respektive aktiemarknad, dels undersöks några utvalda institutionella ägare, (kap 4). I nästkommande kapitel tas incitamentsprogram upp med bland annat varianter av dess utformning, fördelar respektive nackdelar med incitamentsprogram och olika institutionella ägares syn på utformningen av programmen, (kap 5). Slutligen görs en lite djupare analys av det som framkommit under utredningsdelen av uppsatsen, (kap 6).

2 Bolagsstyrning

Begreppet bolagsstyrning är både vitt och svårdefinierat. Själva ordet är en översättning från engelskans *corporate governance*. Detta är i sin tur ett förhållandevis nytt begrepp, uttrycket skall inte ha förekommit innan 1977.² Cadbury-rapporten definierar *corporate governance* som system genom vilka bolag är kontrollerade och styrda.³ Den svenska Kodgruppen menar att bolagsstyrning är:

”[styrning av] bolag på ett sådant sätt som gör att de uppfyller ägarnas krav på avkastning på det investerade kapitalet och därigenom bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt”⁴

Synen på vad bolagsstyrning egentligen är beror på vilket syfte man antar att den skall ha. Om syftet anses vara att säkerställa investerarnas avkastning får bolagsstyrningen en annan betydelse än om det är samhällsekonomisk effektivitet som är målet. Om man genom bolagsstyrningen vill nå en bra avkastning eller tillväxt läggs fokus på finansiella överväganden. För att genom bolagsstyrning få en samhällsekonomisk effektivitet och tillväxt används styrningen på ett mer politiskt sätt. Bolagsstyrningen ser i detta fall till att skapa balans mellan ett bolags olika intressenter och att säkerställa allmänhetens förtroende för näringslivet. Det är inte bara målet med bolagsstyrningen som avgör hur den tar sig uttryck, även aktörerna inom styrningen är avgörande. Är det aktieägarna som står i fokus för styrningen, eller är det även andra intressenter så som borgenärer? Och är det bolagsledningen eller bolaget självt som skall bli styrt?

2.1 Bolagsstyrningens framväxt

Bolagsstyrning som begrepp kan sägas ha existerat så länge bolagsformer med begränsat personligt ansvar funnits. Under aktiebolaget tidigare epoker var kopplingen mellan ägande och styrning inte så stark som den är idag, varför

² Sevenius s 53.

³ A a s 52.

⁴ Svensk kod för bolagsstyrning s 2.

bolagsstyrningen heller inte diskuterats som den görs idag.⁵ Den moderna debatten om bolagsstyrning tog sin form under 30-talet i USA, initialt genom Berle och Means i *The modern corporation and private property* från 1932. I detta verk uppmärksammade Berle och Means problemet med ett allt mer spritt ägande i aktiebolag. Ett spritt ägande innebär att bolagsledningen får allt större makt över hur bolaget skall styras. Under 20-30-talet skedde stora förändringar på aktiemarknaden, bland annat hade småinvesterarna runt 20-talet blivit allt mer intresserade av börsen. Berle och Means arbete visade på den obalans som uppstår i ett bolag när aktieägarna är för små och oorganiserade för att kunna påverka hur bolaget skall styras och ligger bakom definitionen av agentproblematiken.⁶

En annan faktor som ligger bakom bolagsstyrningsdebattens start på 30-talet är den amerikanska börskraschen 1929 och de företagsskandaler som ägde rum då. I börskraschens efterspelningar föll det svenska börsbolaget Kreuger & Toll vilket var noterat på ett flertal börser runt om i världen. Kreuger-kraschen fick stora konsekvenser både för svenskt och internationellt näringsliv. När bolaget gick i konkurs var det högt belånat och hade en svåröverskådlig, rentav felaktig, bokföring. Detta föranledde stora lagreformer på aktiebolags- och redovisningsområdena, bland annat genom 1944 års aktiebolagslag.⁷

Bolagsskandalerna upphörde inte efter 30-talets depression. 1987 gav CalPERS, Californian public employee's retirement system, ut ett handlingsprogram för bolagsstyrning för de bolag man investerat i, något som kan ses som starten på bolagsstyrningen så som vi ser den idag. Detta var en reaktion på att företagsledningar i allt större omfattning tog till mer och mer tvivelaktiga medel för att säkra sin plats i bolagen. Det var till exempel inte ovanligt att företagsledningar vidtog omfattande försvarsåtgärder vid uppköpserbjudanden.⁸

Den europeiska utvecklingen av den moderna bolagsstyrningen ser lite annorlunda ut än den amerikanska, och det kan förklaras med att ägarstrukturen

⁵ Sevenius s 27.

⁶ A a s 39 f.

⁷ A a s 33.

⁸ SOU 2004:47 s 167.

på den svenska aktiemarknaden skiljer sig åt från den amerikanska.⁹ Där den amerikanska bolagsstyrningens utveckling skett på initiativ av aktieägare, har den normgivande makten satt agendan inom Europa.¹⁰ På EG-nivå har emellertid olikheterna på de olika marknaderna inom gemenskapen medfört att en harmoniserad bolagsstyrning varit svår att uppnå. När man talar om europeisk bolagsstyrning är förmodligen Cadbury-rapporten den mest inflytelserika, och det är även denna som legat till grund för EU-kommissionens utkast till handlingsplan på bolagsstyrningsområdet.¹¹ Det är en brittisk utredning som resulterade, tillsammans med andra utredningar, i den brittiska Combined code vilket är regelverket för bolagsstyrning i Storbritannien. En av de första svenska ägarpolicier, som utgavs av Aktiespararna, kom till 1992 efter inspiration av Combined code.¹²

2.2 Separation mellan ägande och kontroll

I början av 1900-talet skedde stora förändringar på kapitalmarknaden och inom bolagsrätten. Det fanns ett stort kapitalplaceringsbehov att fylla på grund av den växande medelklassen. Företagsformer med begränsat ansvar blev allt mer lättillgängliga och det fanns många stora investeringsprojekt som behövde kapital. Bolagen blev allt större och ägandet allt mer spritt.¹³ Efter börskraschen i USA 1929 och den stora depression som följde på detta började fenomenet med ägande separerat från kontroll att diskuteras, och det mest uppmärksammade verket från denna tid är det ovan nämnda arbetet av Berle och Means.

Berle och Means definierar ett bolag som en sammanslutning av förmögenhet och tillgångar från otaliga personer, där kontroll över detta överläts åt en enhetlig förvaltning. När investerare i det moderna bolaget överläter kontrollen över sina tillgångar till någon annan har visat de att den tidigare rådande uppfattningen om att ägande och kontroll går hand i hand inte längre är självklar.¹⁴

⁹ Sevenius s 110.

¹⁰ A a s 48.

¹¹ SOU 2004:47 s 166

¹² Sevenius s 47.

¹³ Dignam & Lowry s 357.

¹⁴ Berle & Means s 2.

Det typiska amerikanska bolaget var under 1800-talet ägt av individer eller möjligtvis små grupper av ägare, och det var också dessa personer som styrde bolaget. Med den industriella utvecklingen blev arbetskraften mer lättillgänglig för fabrikena och detta möjliggjorde dess expansion. Ett stort antal anställda kunde samlas under samma ledning. Utvecklingen av företagsformer möjliggjorde för små investerare att gå ihop i bolag och samarbeta, vilket gjorde att ett stort antal investerare kunde samlas under samma förvaltning. Berle och Means ansåg att denna utveckling fick liknande konsekvenser för både arbetarna och investerarna. Där arbetarna förlorade allt mer av självbestämmandet över sin arbetstid och sin produktion till förmån för den centrala ledningen förlorade investerarna en del av förvaltarrrätten över sina tillgångar till förmån för en central förvaltare.¹⁵ Detta ledde till att det för aktieägare i ett stort bolag inte längre var självklart med kontroll över sina tillgångar. De gav upp vissa rättigheter i utbyte mot en förväntning om att de som har kontrollen över dennes tillgångar förvaltar dem i aktieägarens intresse.¹⁶

Berle och Means kom fram till att fenomenet med aktieägare som inte har någon stark kontroll över sina tillgångar i ett bolag faktiskt är en förutsättning för att ett bolag skall kunna växa sig stort. Detta kan inte ske utan en stor bas av investerare som kan tillskjuta tillräckligt med kapital, och ett bolag med många aktieägare är svårt att styra på annat sätt än genom en gemensam förvaltning. Förvaltningen sköts i ett stort bolag av professionella ledningspersoner som ofta inte har några egentliga band till bolaget förutom sitt uppdrag, att styra bolaget. Berle och Means delar upp bolagsstyrningen i tre olika kategorier, majoritetskontrollerade bolag, minoritetskontrollerade bolag och ledningskontrollerade bolag.¹⁷

2.2.1 Ägarkontrollerade bolag

I denna bolagsstyrningskategori finns helägda, majoritetsägda samt minoritetsägda bolag. I ett majoritetskontrollerat bolag har separationen mellan tillgångar och kontroll inte skett för majoriteten. Minoriteten däremot har ingen större kontroll över sina tillgångar. Vanligtvis skiljer sig inte majoritetens och

¹⁵ Berle & Means s 2 f.

¹⁶ A a s 277.

¹⁷ A a s 5.

minoritetens viljor åt utan båda grupper strävar efter en hög avkastning på sitt satsade kapital. Det skall emellertid inte uteslutas att minoriteten kan bli utsatt för majoritetens godtycke.¹⁸ I ett minoritetskontrollerat bolag har minoritetsägare så pass mycket inflytande att de kan styra bolaget, oftast på grund av att övriga ägares innehav är så pass mycket mindre.¹⁹ De flesta svenska börsbolag är ägarkontrollerade.²⁰

2.2.2 Ledningskontrollerade bolag

I bolag där ägarspridningen är mycket stor finns ibland inte någon aktieägare med ägarintresse stort nog att vara en minoritetsägare. Det är då näst intill omöjligt att påverka ledningen eller att samla sig i en grupp av aktieägare för att utöva påtryckningar. I ett sådant bolag har ledningen kontrollen. Då Berle och Means anser att den eller de aktieägare som kan styra över valet av ledningspersoner utövar kontrollen i bolaget, blir det relevant att kunna bestämma vem som egentligen tillsatt ledningen. I ett ledningskontrollerat bolag har enskilda aktieägare så pass lite att säga till om, att det inte går att säga att någon av dem har styrt över valet. Den lilla aktieägaren kan vid årsmötet välja mellan att inte rösta alls, att rösta personligen eller att rösta genom fullmakt. Eftersom möjligheten att påverka vid årsmötet är försvinnande liten kvarstår det första och det sista alternativet. I inget av dessa fall styr aktieägaren själv över utfallet. Det är istället de personer som ansvarar för fullmaktsinsamlingen, eller snarare personerna som utser dessa personer. Det är vanligtvis den befintliga ledningens ansvar. Således är det ledningen som ser till att den blir omvald, även i fall då denna inte själv äger några aktier i bolaget och därmed saknar rösträtt.²¹ Det är på detta sätt många amerikanska aktiemarknadsbolagen är styrda.

För att komma till rätta med de problem som ledningskontrollerade bolag kan ge upphov till menar Berle och Means att man måste ställa höga krav på företagsledningen och ge aktieägarna möjlighet att utöva en aktiv kontroll.²² Givetvis kan ledningens kontroll över bolaget inte upprätthållas oaktat hur

¹⁸ Berle & Means s 70 ff.

¹⁹ A a s 80 ff.

²⁰ Skog s 149.

²¹ Berle & Means s 84 ff.

²² Sevenius s 80.

ledningen styr bolaget. Missnöjda aktieägare kan tillslut gå samman och byta ut ledningen, och bolag kan bli utsatta för fientliga uppköp. Det är däremot denna bolagsstyrningsmodell som råder i de flesta stora bolag, eftersom stor spridning bland aktieägarna snarare är regel än undantag.

2.2.3 Intresse, makt och agerande

Bolagsstyrningen kan enligt Berle och Means delas upp i tre faktorer. Dessa är (1) intresse i bolaget, (2) makt över bolaget samt (3) agerande i bolagets intresse. I ett bolag där ägaren också har kontrollen utövas alla dessa tre funktioner av denne. Ägaren har intresse i bolaget, makt över bolaget och han eller hon agerar naturligtvis i enlighet med detta, i bolagets och sitt eget bästa intresse. I ett bolag med viss spridning av ägandet kan ägaren uppfylla de första två funktionerna, intresse och makt, medan en ledningsgrupp uppfyller den sista. I de moderna, stora bolagen där ägande och kontroll har separerats, kan ägarna inte längre uppfylla de två första funktionerna. Istället blir det den som agerar i bolagets intresse, ledningen, som har kontrollen. Bolaget kontrolleras således av personer som själva inte nödvändigtvis har något intresse i detta.²³ Vad är då ledningens intresse, frågar sig Berle och Means. Personlig vinning, prestige eller personlig utveckling? De utgår från att ledningen som kontrollerar ett bolag gör det för egen personlig vinning, och konstaterar vidare att ledningen förmodligen uppnår denna vinning bäst på bekostnad av aktieägarna, än genom att agera i deras intresse. Framför allt då ledningens egna aktieinnehav i bolaget är litet påverkas denne lite av bolagets vinster och förluster. Aktieägarna kan då finna sig i händerna på ledningens godtycke.²⁴

2.2.4 Agentteorin

Det är utifrån Berle och Means slutsatser som den så kallade agentteorin vuxit fram. Agentteorin utvecklades av Jensen och Meckling i artikeln *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structures* 1976. Jensen och Meckling utgår från Berle och Means syn på det moderna bolaget som en separation mellan ägande och kontroll, där kontrollgruppen agerar som agenter åt

²³ Berle & Means s 119 ff.

²⁴ A a s 122.

aktieägarna, som därmed blir principaler. Agenten, det vill säga bolagsledningen, besitter mer information om bolaget än ägarna. Detta innebär i praktiken att de som äger aktierna i ett bolag, och som förväntar sig avkastning på sin investering, inte kan veta om bolagsledningen styr bolaget på bästa sätt, eftersom ledningen har ett informationsövertag.²⁵ Jensen och Meckling antog att både agenten och principalen är nyttomaximerare, vilket gör att deras intressen inte alltid överstämmer. Agenten, som har informationsövertaget, kommer att använda sin ställning till att tillgodose sina egna intressen i varierande grad. Principalen kan på olika sätt försöka att minimera risken för detta, eftersom ett sådant agerande från agenten ofta sker på principalens bekostnad. Principalen kan dels övervaka agenten, men den kan även försöka att på något vis vinna agentens lojalitet. Detta sker oftast med någons sorts ekonomisk kompensation. Kostnaden för dessa åtgärder, tillsammans med de kostnader som är oundvikliga på grund av att agenten inte alltid kommer att agera i agentens bästa intresse trots övervakningen och kompensationen, kallas för agentkostnader.²⁶ Denna teori är grundläggande för corporate governance-debatten och att minska agentkostnaderna är målet med många corporate governance-åtgärder, till exempel incitamentsprogram.

2.3 Bolagsstyrningens utveckling i Sverige

I Sverige har debatten om bolagsstyrning kommit igång lite senare än i övriga Europa och USA. Detta beror till stor del på att ägarbilderna ser annorlunda ut i Sverige jämfört med exempelvis den amerikanska, se nedan under 3.4.4.

Bolagsstyrningen har varit uppe till debatt tidigare men denna tog sin fart på allvar med det utredningsarbete som Aktiebolagskommittén låg bakom under 90-talet. 1999 infördes flera ändringar i ABL, bland annat tydliggjordes styrelsens ansvar för bolagets förvaltning, och krav på olika arbetsordningar infördes. ABL innehåller förhållandevis mycket bolagsstyrningsreglering, jämfört med många andra länder som har en stor del av bolagsstyrningen i självregleringen. Utredningsarbete resulterade slutligen i slutbetänkandet SOU 2001:1 *Ny*

²⁵ Dignam & Lowry s 368.

²⁶ Jensen & Meckling s 308.

aktiebolagslag och i en ny aktiebolagslag, SFS 2005:551.²⁷ Under 90-talet började även fler institutionella ägare att ägna sig aktivt åt bolagsstyrningsfrågor, bland annat genom att ge ut ägarpolicys. Innan detta hade det riktats kritik mot att de institutionella ägarna varit väl passiva i sitt ägande. Trots dessa förändringar i attityden gentemot bolagsstyrning, ny lagstiftning och mer aktiva institutionella ägare, var det emellertid först efter de stora företagsskandalerna under 2000-talets början som ett gemensamt regelverk för bolagsstyrningsfrågor blev aktuellt.

2.4 Svenskt arbete för bättre bolagsstyrning under 2000-talet

År 2002 tillsatte regeringen *Förtroendekommissionen*, (FK), vars uppdrag gick ut på att granska förtroendeskadliga företeelser inom näringslivet och föreslå förbättringar för att bygga upp förtroendet för näringslivet igen. FK skapade, i samarbete med flera andra aktörer inom näringslivet, den så kallade Kodgruppen. Kodgruppen arbetade med att ta fram ett samlat regelverk för bolagsstyrning. Detta presenterades i utredningen SOU 2004:46, som efter redigering blev Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130.

2.4.1 Svensk kod för bolagsstyrning

Reglerna som utarbetats för aktiemarknadsbolag har inte i någon större utsträckning gått in och reglerat styrningen av företagen. Det är först på senare år som behovet av reglering på företagsstyrningsområdet uppmärksammas. Framväxten av institutionella ägare på aktiemarknaden är en bidragande orsak till att insikt vuxit fram om att det finns ett behov av regler som anger hur ägarstyrningen av svenska aktiemarknadsbolag skall utövas.²⁸ Man såg de institutionella ägarna som ansiktslösa och passiva. Deras ägarinflytande var svagt eftersom de inte kontrollerade bolagsledningen sätt att sköta bolaget på ett optimalt sätt. Istället för att föra en dialog med ledningen, i syfte att söka förändring, valde man att sälja av sina aktier när en lednings agerande inte överensstämde med institutionens inställning.²⁹ Ett nära samarbete mellan staten

²⁷Jensen & Meckling s 45.

²⁸Jansson s 71.

²⁹ LO *Ansiktslöst – Ansvarslöst: Om ägandet av de stora företagen i Sverige 2001* s 5 ff.

och företrädare för näringslivet tog, som ovan nämnts, fart under början av 2000-talet och resulterade i *Svensk kod för bolagsstyrning* (Koden). Koden är en del av den goda seden på aktiemarknaden och är i stor utsträckning en kodifiering av den praxis som utvecklats de senaste åren avseende bolagsstyrning. I Koden finns till exempel regler om hur bolagsstämman skall tillkallas, tillsättning av styrelse, styrelsens arbetsformer, intern kontroll och bestämmelser om ersättning till ledande befattningshavare. Syftet med regelverket är att ange normer för styrning av bolag och finns till för att stärka förtroendet för aktiemarknadsbolagen. Ett starkt förtroende för att bolagets sköts på ett för aktieägarna effektivt sätt är avgörande för att investeringar skall göras i bolaget.³⁰

2.4.1.2 Följ eller förklara

Koden tillämpar en följd eller förklara-princip (*comply or explain*) och är således inte tvingande till sin karaktär. Följd eller förklara innebär att ett bolag kan avvika från reglerna i Koden om de i bolagsstyrningsrapporten, som skall bifogas årsredovisningen, anger vilka avvikelser som gjorts och skälen till dessa.³¹ Tanken med denna modell är att lyfta fram betydelsen av självreglering och att ge marknadens aktörer möjlighet att själva avgöra hur de ställer sig till styrningen av bolaget och dess beslut.³²

2.4.1.3 Utveckling och övervakning

Det är *Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning* som har ansvaret att analysera hur Koden tillämpas och det är de som ser till att den ständigt utvecklas. Kollegiet har emellertid inte till uppgift att se till att bolagen följer Koden. Inte heller har de en dömande funktion. Uppgiften för Kollegiet är istället att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade företag. *Aktiemarknadsnämnden*, (AMN), som bland annat gör uttalande om god sed på värdepappersmarknaden, har även möjlighet att uttala sig om hur Koden skall tillämpas och tolkas.³³ Övervakningen av att Koden följs sköts däremot av de marknadsplatser som bolagen utlåter sina

³⁰ Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

³¹ Jansson s 71.

³² *Svensk kod för bolagsstyrning* s 6.

³³ *Svensk kod för bolagsstyrning* s 7.

aktier vid, genom de noteringskrav som finns.³⁴ Att Koden skall följas är numera en förutsättning för att få bedriva handel på dem svenska aktiemarknadsplatserna.³⁵

2.4.1.4 Den nya Koden

Koden började gälla från och med den 1 juli 2005. Sedan dess har den setts över och den 1 februari 2008 presenterades ett nytt kodförslag. På basis av de remissvar som inkom utarbetades den slutgiltiga kod som började gälla från och med 1 juli 2008. Anledningen till att Koden reviderades var att man skulle ändra Kodens tillämpningsområde. Tidigare behövde endast aktiemarknadsbolag med ett marknadsvärde överstigande tre miljarder kronor tillämpa Koden. Man ville ta bort denna regel, men då behövde Koden omarbetas något för att anpassas till de mindre aktiemarknadsbolagen, genom att förenklas utan att för den sakens skull sänka kraven på vad som utgör god sed på aktiemarknaden. Vid uppdateringen av Koden eliminerades dessutom svagheter som framkommit sedan Koden först introducerades.³⁶

³⁴ OMX Nordic Exchange Stockholm, *Regelverk för emittenter*, punkt 5.

³⁵ OMX Nordic Exchange Stockholm, *Regelverk för emittenter*, punkt 5.

³⁶ *Svensk kod för bolagsstyrning* s 4.

3 Svensk och amerikansk aktiemarknad

Aktiemarknaden utgör en del i den så kallade värdepappersmarknaden och avser handel med värdepapper som givits ut av ett företag. Regleringen på värdepappersmarknaden är omfattande och eftersom syftet med denna uppsats inte är att ge någon uttömmande redogörelse av aktiemarknaden skall bara en väldigt grundläggande överblick ges här.

3.1 Den svenska aktiemarknaden

Det finns för närvarande två reglerade marknader i Sverige. Dessa är OMX Nordic Exchange Stockholm och NGM Equity. Marknadsplatserna har antagit noteringsavtal och noteringskrav, som styr de noterade bolagen. Det offentliga inflytande på den svenska aktiemarknaden är emellertid stort och det finns omfattande reglering i fråga om vad som krävs för att ett företag skall få tillstånd att bedriva handel med värdepapper eller tillstånd att bedriva börsverksamhet. Det finns dessutom ingående reglering angående informationsgivning från börsnoterade företag. Den svenska aktiemarknaden är också till stor del självreglerad, mer om detta nedan. Det finns emellertid offentliga myndigheter som sköter en betydande reglerings- och kontrollverksamhet på marknaden.³⁷ En sådan myndighet är Finansinspektionen (FI) som till bland annat ser till att bolagen följer de lagar, förordningar och andra regleringar som är tillämpliga. De arbetar dessutom med att utvärdera lagstiftningen och de utfärdar bindande föreskrifter samt allmänna råd. FI är dessutom den institution som ger tillstånd att erbjuda finansiella tjänster.³⁸

3.1.1 Förtroendet för aktiemarknaden

Eftersom samhället är beroende av ett väl fungerande näringsliv är det av stor vikt att det finns investerare som är intresserade av att satsa kapital i företagen. Finns det inget förtroende för marknaden finns det inte heller något intresse av att investera. Det är den här tanken som utgör grunden för lagstiftningen och den

³⁷ af Sandeberg & Sevenius s 27.

³⁸ A a s 36.

övriga regleringen på värdepappersmarknaden. I portalparagrafen till *lag (1991:980) om handel med finansiella instrument* (LHF) anges att handeln skall bedrivas på ett sätt så att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och så att enskildas kapitalinsatser inte äventyras på ett otillbörligt vis.³⁹ Syftet med värdepapperslagstiftningen är sålunda att garantera förtroendet för aktiemarknaden och att skapa ett verksamt investerarskydd för enskilda.

3.1.2 Internationellt inflytande

USA har verkat som en förebild då det gäller regleringen på värdepappersmarknaden. Regleringen i USA tog emellertid fart under 30-talet medan vi i Europa inte uppmärksammat marknadens betydelse och vikten av reglering förrän under 80-talet då tillväxten av värdepappersmarknaden satte igång här.⁴⁰

Reglerna för värdepappersmarknaden i Sverige styrs i hög grad av EG-rätten. Detta har sin grund i att EG-kommissionen i mitten av 90-talet beslutade sig för att samordna värdepappersmarknaden i syfte att stärka Europa internt och stimulera dess konkurrenskraft gentemot andra starka finansiella block i världen.⁴¹

3.2 Självreglering

En nivå mellan kontraktsrätten och det reglerade regelverk som har utarbetats är den så kallade självregleringen, vilken utgörs av rättsliga normer. Denna regleringsform utförs i privat regi genom företrädare för marknadens aktörer och organisationer som står dem nära. Självregleringen styr aktörernas egna beteende och har fått en stor utbredning inom aktiemarknadsrätten. Den offentligrättsliga regleringen är skriven på ett sätt som förväntar sig utfyllnad genom bland annat självreglering. Sverige är det land som man hävdar har störst utbredning av självreglering på värdepappersmarknaden.⁴²

³⁹ LHF 1 kap 2 §.

⁴⁰ Jansson s 55 f.

⁴¹ A a s 57.

⁴² A a s 67.

3.2.1 Föreningen för god sed på aktiemarknaden

Organisationen *Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden* bildades i slutet av 2005 i syfte att samla näringslivets självreglering i en långsiktig stabil organisation. Normbildningen bedrivs av Kollegiet för svensk bolagsstyrning, som handhar förvaltningen av Koden, och *Näringslivets Börskommitté* (NBK) som ger ut regler för aktiemarknaden. Vidare bedrivs normgivningen av AMN som gör uttalanden i enskilda fall om god sed på aktiemarknaden. Nämnden bildades på 1980-talet och i sina uttalanden bedömer de om ett handlings sätt är förenligt med god sed eller inte. I vissa fall sker en förfrågan till nämnden innan handlingen är vidtagen, medan de andra gånger får de in en anmälan mot en redan företagen handling. AMN kan emellertid på eget initiativ ta upp ett förfarande till behandling.⁴³ På redovisningsområdet finns Redovisningsrådet, vilka informerar och gör uttalanden om redovisningsregler.⁴⁴ Organen i föreningen har funnits sedan länge och NBK, som var det första av dem, tillkom redan år 1968.⁴⁵ I aktiemarknadens självregleringssystem kan NBK ses som lagstiftaren och AMN kan liknas vid en domstol där vissa fall tas upp till prövning. De senaste åren har dock NBK:s arbete med att ta fram regler, i allt väsentligt, kommit att handla om offentliga erbjudanden.⁴⁶

3.2.2 Varför självreglering används

Det finns två viktiga anledningar till varför man har valt att styra aktiemarknaden till så pass stor del genom självreglering. I förhållande till både lagar och förordningar går det mycket snabbare att reglera genom självreglering. Detta gör att förändringar fortare kan anpassas till rådande marknadsförhållanden. På grund av att självregleringen utarbetas av dem som känner till marknaden bäst - aktörerna själva eller de som står dem nära - kan reglerna dessutom utformas på ett mer ändamålsenligt sätt. Det är flexibiliteten och snabbheten som utgör de största motiven till en stark självreglering.⁴⁷

⁴³ Kågerman, Lohmander & De Ridder s 504

⁴⁴ Föreningen för god sed på aktiemarknaden, pressmeddelande 2005-11-08.

⁴⁵ Jansson s 68.

⁴⁶ Näringslivets Börskommitté *Om Näringslivets Börskommitté*.

⁴⁷ Jansson s 69.

3.2.3 Sanktionsmöjlighet

Även om det finns undantag är självreglering fri från offentlighetsrättsliga sanktioner, det vill säga straff och avgifter. Marknadens aktörer är emellertid tämligen angelägna om att följa det regelverk som gäller, vare sig sanktion föreligger eller inte. En aktör som bryter mot till exempel god sed på aktiemarknaden möts av ogillande från andra aktörer och organisationen kan få svårt att arbeta på marknaden.⁴⁸

3.3 Uppdelningen av bolagsorganen i svenska aktiebolag

Det svenska aktiebolaget delas upp i fyra organ; bolagsstämma, revisor, styrelse samt verkställande direktör.⁴⁹ ”Bolagsledningen” eller ”företagsledningen” är samlingsbegrepp för två av det publika aktiebolagets fyra organ, styrelsen och verkställande direktören.⁵⁰ Nedan redogörs för bolagsstämman samt bolagsledningen.

3.3.1 Bolagsstämma

Bolagsstämman är det högst beslutande organet inom aktiebolaget och kan sägas styra över de tre övriga bolagsorganen. Bolagsstämman består av bolagets ägare. Den främsta funktionen för bolagsstämman är att fatta beslut, allt från beslut om bolagets bildande och hur vinstmedel skall användas, till personval till styrelsen. Bolagsstämman har i princip total beslutskompetens, med beaktande av generalklausul och de andra bolagsorganens exklusiva kompetens, och kan därför sägas vara residualkompetent.⁵¹ Bolagsstämman får emellertid inte agera så att tanken om maktindelningen i bolaget förfelas, vilket innebär att bolagsstämman inte får leda bolaget.⁵²

⁴⁸ Munck s 101 ff.

⁴⁹ Rodhe & Skog s 163. I detta arbete behandlas inte privata aktiebolag, varför dess organisation inte berörs.

⁵⁰ Vår definition av ”företagsledning” så som Berle och Means ser det skall inte blandas ihop med Kodens definition av ”bolagsledning”, som syftar till VD och andra befattningshavare direkt underställda denne.

⁵¹ Rodhe & Skog s 163.

⁵² Sevenius s 132 f.

Det är vid bolagsstämman som aktieägarna har möjlighet att kontrollera hur bolaget har blivit styrt och påverka hur bolaget skall styras i framtiden. Om aktieägarna inte utnyttjar sin besluts- och kontrollrätt har bolagsledningen inte någon som styr över den. Om bolagsstämman är noggrann och korrekt i sin kontroll och i sina bedömningar kan många av de problem som vi nedan kommer att redogöra för att undvikas.

3.3.2 Bolagsledningen

Styrelsen står under bolagsstämman i beslutshierarkin, och den verkställande direktören under styrelsen. Styrelsens huvudsakliga uppgifter består i att organisera och förvalta företaget samt bedöma bolagets ekonomiska situation.⁵³ Styrelsens beslutskompetens är bred men begränsas dels av bolagsstämmans exklusiva kompetens, dels genom föreskrifter från bolagsstämman, så länge dessa inte strider mot generalklausulen i ABL 8:41.⁵⁴ Styrelsen måste dessutom alltid agera enligt bolagets vinstsyfte.⁵⁵

Bolagets verkställande organ är den verkställande direktören, vars uppgift är att sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens instruktioner. Den verkställande direktören har endast kompetens att vidta åtgärder som inte är av ovanligt slag eller stor betydelse för bolaget, förutom i undantagsfall.⁵⁶ Styrelsen skall utfärda en arbetsordning för den verkställande direktören med instruktioner för hur dennes uppdrag skall skötas.⁵⁷

Styrelsen och den verkställande direktören har ett nära samarbete och dess båda förvaltaruppdrag kan lätt tangera varandra. Den verkställande direktören är exempelvis skyldig att förse styrelsen med de upplysningar som krävs för att dess uppgifter skall kunna fullgöras och de båda bolagsorganen har ofta gemensamt ansvar för bolagets angelägenheter.⁵⁸

⁵³ ABL 8 kap 4 §.

⁵⁴ Rodhe & Skog s 163.

⁵⁵ ABL 3 kap 3 §.

⁵⁶ ABL 8 kap 29 §.

⁵⁷ ABL 8 kap 7 § & 8 kap 29 §.

⁵⁸ Rodhe & Skog s 166.

3.4 Den amerikanska aktiemarknaden

3.4.1 Den amerikanska lagstiftningen

Den amerikanska aktiemarknaden är, precis som den svenska, till viss del självreglerad. Marknadsplatsernas noteringsavtal är viktiga norminstrument inom borsrätten, liksom flera lobbyorganisationers åsikter på ämnet. Förutom självregleringen finns viss lagstiftning rörande aktiemarknaden, både federal och delstatlig. En stor skillnad mellan den svenska och den amerikanska aktiemarknaden är emellertid att den svenska regleringen bygger på förhandskontroll medan den amerikanska regleringen bygger på efterhandskontroll, företrädesvis genom domstolens försorg.

Ytterligare en stor skillnad mellan amerikansk och svensk lagstiftning generellt är de olika nivåer av lagstiftning som finns i USA. I USA lagstiftar staten på vissa områden och delstaterna på andra, med följd att det inom vissa rättsliga områden kan råda stor skillnad mellan de olika delstaterna. Den federala lagstiftningskompetensen gällande handels- och bolagsrätt är begränsad till vad som tillåts enligt konstitutionen, vilket är handel mellan delstaterna, med utlandet och med ursprungsbefolkningen.⁵⁹ Federal lagstiftning finns också inom insolvensrätten och till viss del inom skatterätten. Delstaterna har frihet att lagstifta inom bolagsrättens område om inte den federala lagstiftaren har uttrycklig kompetens att göra så. Delstaten Delaware har utvecklat en bolagsrätt som är mycket förmånlig för aktiemarknadsbolag, vilket medfört att en stor del av USA:s börsbolag finns registrerade där. Detta brukar benämnas den så kallade Delaware-effekten. Delawares lagstiftning är mycket viktig inom området.

En annan stor skillnad mellan Sverige och USA är det rättsliga systemets uppbyggnad. USA är ett så kallat common law-system. Den anglosaxiska delen av världen tillhör i stort sett denna rättsliga skola, medan Kontinentaleuropa och Asien tillämpar civil law. Sverige har ett blandat rättsligt system med inslag från båda dessa skolor. I en common law-jurisdiktion har den skrivna lagen inte lika stor betydelse som i en civil law-jurisdiktion. Inom common law behandlas ett

⁵⁹ The Constitution of the United States section 8(3).

problem i domstol när det uppstår, snarare än i lagstiftning. Rättspraxis är en väldigt viktig rättskälla och domaren har en lite annorlunda ställning inom common law än i civil law.⁶⁰ En stor del av bolagsledningens ansvar gentemot dess ägare och andra intressenter regleras genom praxis, och inte genom lagstiftning.

3.4.1.1 Federal lagstiftning

Efter de stora företagsskandalerna i USA under tidigt 2000-tal var marknads förtroende för företag och dess ledning lågt och i stort behov av reformeringsarbete.⁶¹ Bakom de stora skandalerna låg undermålig och i vissa fall mycket tveksam redovisning, brist på företagsetik och svag bolagsstyrning. Orsakerna till detta är flera, däribland ineffektiv lagstiftning, oklar ansvarsfördelning mellan de olika kontrollerande organen inom företagen samt på grund av att allt för många personer på viktiga positioner inom företagen prioriterade annat än rättvisande rapporter och resultat.⁶² Politiska och regelmässiga förändringar kom snabbt och detta fick även effekter utanför de amerikanska börsbolagen och den amerikanska marknaden. *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) från 2002 innehåller detaljerade regler för att marknadsmisslyckanden så som Enron inte skall kunna ske igen.

3.4.2 Enronskandalen

I december 2001 ansökte Enron om konkurs, vilket var den dittills största konkursen i USA:s historia. Bara några månader innan detta hade Enron rapporterat om ofattbart höga vinster, och bolaget bedömdes vara USA:s sjunde största. Företagets investerare hade lovats en årlig tillväxt på 15 % vilket, på ett eller annat sätt, uppfylldes.⁶³ Enron var en av världens ledande naturgas- och energiföretag med fler än 20 000 anställda och utnämnda till USA:s mest innovativa företag sex år på rad av *Fortune Magazine*.⁶⁴

⁶⁰ Burnham s 50.

⁶¹ O'Brien s 2 f.

⁶² Walker s 22.

⁶³ Bethany, McLean & Elkind s 92 ff.

⁶⁴ McBarnet s 205.

Det var först när Enron ansökte om konkurs, i slutet av år 2001, som allmänheten började få kännedom om vad som egentligen pågått i företaget. Det visade sig bland annat att Enron använt sig av så kallade *Special Purpose Entities*, dotterbolag som kontrollerades av företaget men där det externa ägandet var tillräckligt stort (mer än 3 % av det totala ägandet) för att kunna hanteras som *Off-balance Transactions*. Genom avancerade finansiella transaktioner försåg dessa SPE:s Enron med intäkter och dolde dess skulder. Tillgångar redovisades till marknadsvärde och inte till anskaffningsvärde, man fabricerade dessutom intäkter. Enron tänjde på de befintliga redovisningsnormer som fanns och utnyttjade de områden där reglering saknades för att kunna bygga ett luftslott och få aktiepriserna att gå upp.⁶⁵

De ledande befattningshavarna i Enron blev rikligt belönade under företagets uppgång. Förutom lön, bonus och aktieinnehav hände det att lån som ställts ut till ledande befattningshavare ”glömdes” bort. Vissa lån betalades tillbaka, men då ofta med aktier i företaget som tilldelats genom incitamentsprogram. Dessa aktier hade ett högt värde på aktiemarknaden, men många insynspersoner visste att detta värde inte överensstämde med det verkliga. Detta resulterade i att Enron lånade ut kontanter och fick betalt i sina egna, värdelösa aktier.⁶⁶

Som en del i kompensationen till de ledande befattningshavare gavs dessa teckningsoptioner och bonus, där bonusens storlek berodde på företagets värdeökning och aktiekursen, vilka i sin tur var resultat av felaktig redovisning och upphaussade aktiepriser.⁶⁷

När Enron ansökte om konkurs sjönk aktiekursen dramatiskt. Företagets aktieägare fann sig inneha aktier som inte var värda någonting. Eftersom Enron var ett så stort företag i USA var det många amerikaner som hade investerat i företaget, och otaliga personers investeringar och pensionssparande blev värdelösa i och med skandalen.

⁶⁵ McBarnet s 207.

⁶⁶ Bethany, McLean & Elkind s 343 f.

⁶⁷ McBarnet s 211-215; Bethany, McLean & Elkind s 89 ff, 93.

Frågan många ställde sig efter Enronskandalen är hur det kunde gå så fel. Många människor, både individer inom Enron och externa konsulter, så som revisorer och värderare, måste ha känt till vad som försiggicks i företaget, utan att stoppa det. Liknande marknadsmisslyckanden har inträffat efter Enron, till exempel WorldCom-kraschen, och marknaden har fått ta itu med problemen på flera olika sätt. I svallvågorna av företagsskandalerna har i USA federal lagstiftning genomförts, självregleringen har skärpts och branschsedvänjor har preciseras.⁶⁸ Detta har varit nödvändiga åtgärder för att rädda allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.

3.4.3 Sarbanes-Oxley Act

I efterdyningarna av Enron och WorldCom-skandalerna genomgick den amerikanska aktiemarknadsrätten stora förändringar. För att stärka förtroendet för aktiemarknaden och öka företagens ansvar gentemot sina investerare genomfördes den största reformerna sedan 30-talet.⁶⁹ Uppkallad efter sina upphovsgivare antogs i juli 2002 Sarbanes-Oxley Act vars syfte är att *”...protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities law...”*⁷⁰. SOX innehåller bland annat regler om rapporter och informationsgivning, krav på revisorer, krav på ledande befattningshavare och straffrättsliga bestämmelser. Reglernas tillämplighet sträcker sig utanför USA:s gränser. Den största kritiken mot SOX är att kostnaderna för implementeringen är väldigt hög och att denna inte skett helt smärtfritt. Eftersom regelverket är så pass komplext och detaljerat har det ibland uppstått svårigheter med att omsätta bestämmelserna i praktiken. Allmänhetens förtroende för den amerikanska aktiemarknaden har emellertid förstärkts sedan införandet av lagen.⁷¹

SOX kan innehållsmässigt jämföras med den svenska Koden, med den skillnaden att det inte finns någon möjlighet att följa eller förklara på den amerikanska marknaden. Där den svenske lagstiftaren lämnat åt marknaden att ta fram en bästa praxis (*Best Practice*) när det gäller corporate governance har den amerikanska

⁶⁸ McBarnet s 209.

⁶⁹ Walker s 22 f.

⁷⁰ Preamble, SOX.

⁷¹ Walker s 24 f.

lagstiftaren gjort tvärt om. SOX, som ju är en lag, är bindande för alla bolag som träffas av dess tillämpningsområde.

3.4.3.1 Skyldighet för utländska företag att följa Sarbanes-Oxley Act

SOX riktar sig till alla utgivare (*issuers*) på den amerikanska aktiemarknaden, oavsett om dessa är amerikanska eller inte. Mellan 1997 och 2004 registrerade sig mer än 600 utländska företag för första gången hos *Securities and Exchange Commission* (SEC) för att kunna bedriva handel med sina finansiella instrument på någon av USA:s marknadsplatser och 2004 rapporterade 1 200 utländska företag till SEC.⁷² SOX kan därför sägas nå långt utanför USA:s gränser.

Enligt section 12(g) i *Securities Exchange Act* skall ett utländskt bolag rapportera till SEC om det gett ut minst 500 aktier och minst 300 av dessa innehas av amerikanska investerare samt om bolagets tillgångar överstiger 10 miljoner USD. SEC kan meddela undantag från denna regel om det är motiverat ur ett investerarperspektiv och med hänsyn till den allmänna nyttan av section 12(g).⁷³ Enligt ett tillägg till *Securities Exchange Act* som trädde i kraft den 10 oktober 2008 behöver utländska investerare, som i och för sig överstiger gränserna i section 12(g), inte rapportera till SEC om den information som offentliggörs i hemlandet hålls tillgänglig för amerikanska investerare, förslagsvis på bolagets hemsida.

3.4.4 Uppdelning av bolagsorganen i USA

Det amerikanska aktiebolaget har samma uppdelning som det svenska. Liksom i Sverige har de amerikanska aktieägarna den högst beslutande makten i bolaget och denna makt utövas vid bolagsstämman. I amerikanska aktiebolag är ägandet mycket spritt och det saknas i regel aktieägarmajoriteter. Detta gör att varje aktieägars reella makt vid bolagsstämman är mycket mindre än i Sverige.⁷⁴ Aktieägarna beslutar i frågor som rör tillsättandet av styrelsen, händelser som är

⁷² *International Reporting and Disclosure Issues in the Division of Corporate Finance*, US Securities and Exchange Commission.

⁷³ *Securities Exchange Act section 12(g)3*.

⁷⁴ Hamilton s 228.

extraordinära för bolaget och ibland i andra frågor, något som vanligtvis anges i bolagsordningen. I övriga frågor har beslutskompetensen delegerats till styrelsen.⁷⁵

Styrelsen väljs av aktieägarna, oftast efter förslag från en valberedning. Styrelsens kompetens regleras dels i delstatlig lagstiftning, dels i bolagsordningen. Denna kompetens är mycket vid. Även styrelsen delegerar beslutskompetens vidare, till en verkställande direktör. Dennes kompetens finns inte reglerad i någon lagstiftning utan är bolagets angelägenhet, men ofta är denna mycket stor. Man hanterar den verkställande direktören som en fullmäktig, och använder sig av fullmaktsläran för att avgöra om en rättshandling legat utanför dennes kompetens. Både styrelsen och den verkställande direktören har emellertid samma *fiduciary duties*.⁷⁶ Fiduciary duties kan förenklat likställas med en lojalitetsplikt till bolaget och dess aktieägare.

3.4.4.1 Domstolsprocess som bolagsstyrningsinstrument

Det är genom förekomsten av fiduciary duties som den huvudsakliga kontrollen av bolagsstyrningen ligger i USA. En bolagsledning som inte uppfyller sina fiduciary duties riskerar att bli stämd av aktieägarna, vilket ersätter många av de förebyggande regler vi i Sverige har genom ABL. Ägarstyrning och policydokument får en annan betydelse för det amerikanska aktiemarknadsbolaget och dess ledning än vad de har i Sverige. Den amerikanska bolagsledningen undviker att misslyckas med sina fiduciary duties och efterföljande risk för stämning om den följer de rekommendationer som dess ägare ger. I Sverige kan inte bolagsledningen stämmas av aktieägare i samma utsträckning och på samma grunder som i USA, varför ägarpolicies inte får samma betydelse för bolagsstyrningen här.

⁷⁵ Carlsson s 184.

⁷⁶ A s 184.

4 Institutionellt ägande

De institutionella ägarna är inte en homogen grupp av aktieägare utan kan vara allt från stiftelser, investmentbolag, försäkringsbolag och föreningar. Det dessa ägare har gemensamt är att de förvaltar ägande i ett spritt antal aktiemarknadsbolag, för sig själv eller för andra. Eftersom de institutionella ägarna är så olika skiljer sig också dess förvaltning och placeringsregler åt, och det är svårt att ge en klar och entydig bild av denna ägargrupp.⁷⁷

4.1 Bakgrunden i Sverige

Efter andra världskriget stod det enskilda ägandet för 75 % av hela det svenska börsvärdet.⁷⁸ På senare år har ägarbilden på den svenska aktiemarknaden förändrats och idag ser fördelningen helt annorlunda ut. Institutionella ägare har tagit över en stor andel av ägandet och idag ägs cirka 85 % av värdet på OMX Nordic Exchange Stockholm av olika institutioner.⁷⁹ Detta betyder emellertid inte att de institutionella ägarna kontrollerar den svenska aktiemarknaden i lika mån, då röstvärdesdifferentierade aktier kan medföra att en ägare med ett litet innehav räknat i antal aktier kan ha en stor andel av rösterna vid bolagsstämman.⁸⁰ Andelen utländskt ägande har också det ökat markant på senare år, och är nu uppe i 37 % av det svenska börsvärdet.⁸¹

Det finns flera olika förklaringar till varför ägarbilden på den svenska aktiemarknaden har förändrats så markant. De institutionella ägarna ökade i och med det reformerade pensionssystemet på 90-talet.⁸² Reformen i pensionssystemet innebar att individen själv skulle placera en viss del av sin pensionsrätt inom ramen för PPM-systemet. Tidigare hade endast AP-fonderna förvaltat pensionsrätten.⁸³ I kombination med att de svenska hushållen fått en ökad sparkvot för långsiktigt sparande har detta ökat de institutionella ägarnas

⁷⁷ Lundberg s 367 f.

⁷⁸ Henrekson & Jakobsson s 23.

⁷⁹ Fristedt & Sundqvist *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2008*.

⁸⁰ John C. Coffee Jr. s 1306.

⁸¹ Fristedt & Sundqvist *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2008*.

⁸² Lundberg s 367.

⁸³ Andra AP-fonden *Årsredovisning 2001: Fler pensioner kräver nytt pensionssystem*.

marknadsunderlag kraftigt.⁸⁴ Den svenska aktiemarkanden öppnades under tidigt 90-tal upp för utländska investerare, som tidigare endast med svårighet kunnat investera i svenska aktiemarknadsbolag.⁸⁵ Detta är också en bidragande orsak till den ändrade strukturen på den svenska aktiemarknaden.

4.2 Bakgrunden i USA

Utvecklingen av ägarbilden på den svenska aktiemarknaden är snarlik den amerikanska aktiemarknadens. På 50-talet stod institutionerna för så lite som 8 % av ägandet på den amerikanska aktiemarknaden, men detta har ökat i rask takt sedan dess. För tjugo år sedan ägde de femtio största institutionerna en tredjedel av det totala börsvärdet i USA.⁸⁶ Dessa siffror har knappast sjunkit sedan dess.

4.2.1 Ställning på den amerikanska aktiemarknaden

Institutionella ägare i USA äger drygt 60 % av den amerikanska aktiemarknaden.⁸⁷ Under 80-talet började de institutionella ägarna märkas av mer och mer inom bolagsstyrningen och som ovan nämnts var CalPERS banbrytande på området. Idag är de institutionella ägarna tämligen aktiva på aktiemarknaden. De senaste åren har till exempel fler och fler institutionella ägare lagt så kallade *shareholder proposals* vid bolagsstämman och även drivit civila processer.⁸⁸ Genom samarbetsorganet *Council of Institutional Investors* kan enskilda institutioner, utan ett tillräckligt stort ägande för att göra sin röst hörd, gå ihop med andra institutionella ägare för att få tyngd tillsammans.⁸⁹ Efter en lagändring 1992 är det dessutom tillåtet för institutionella ägare i USA att samarbeta utan att behöva offentliggöra detta.⁹⁰

⁸⁴ Lundberg s 367.

⁸⁵ Henrekson & Jakobsson s 50.

⁸⁶ Coffee s 215.

⁸⁷ Hamilton, s 397.

⁸⁸ Thomas s 3.

⁸⁹ David, Kochhar, & Levitas s 201.

⁹⁰ Hamilton s 398.

4.2.2 Institutionella ägares fiduciary duties

I USA ses rådgivare och förvaltare som fiduciaries, och påförs därmed vårdnads- och lojalitetsplikter. Någon som röstar åt någon annan vid bolagsstämman genom fullmakt, exempelvis en pensionsfondsförvaltare, måste iaktta klientens bästa intresse. Genom ganska nyligen införda tillägg till *Investment Advisory Act* från 1940 påförs institutionerna en informations- och redovisningsplikt. De är skyldiga att meddela sina klienter hur de röstar för dennes aktieinnehav på ett eller annat sätt, vanligtvis genom att publicera ägarpolicies.⁹¹ Om dessa sedan inte följs har institutionen inte iakttagit sina fiduciary duties, vilken kan vara grund för stämning.

Employee Retirement Income Security Act från 1974 ålägger vissa institutionella ägare ytterligare fiduciary duties. Denna lagstiftning riktar sig till så kallade Taft-Hartley fonder, vilka är fonder som förvaltar pengar för att tillförsäkra privatanställdas förmåner, bland annat sjukvård och pension. Många institutionella ägare i USA agerar förvaltare åt dessa fonder och omfattas därför av de regler som finns.⁹² Förvaltarna står som personligt ansvariga inför sina klienter och har bevisbördan för att deras fiduciary duties är uppfyllda. Även här har ägarpolicies en stor betydelse då dokumenterad efterlevnad av dessa är ett bevismedel om ansvar någon gång skulle komma att utkrävas från förvaltaren.⁹³

4.3 Den institutionella ägarens olika roller

4.3.1 Institutioner som aktiebolag

De institutionella ägarna kan sägas ha två huvudmän att ansvara inför. Den institutionella ägaren har klienter som anlitat institutionen för att förvalta deras kapital, men institutionen har också sina aktieägare att svara mot då verksamheten ofta drivs i aktiebolagsform. Detta gör att det inom institutionerna kan finnas flera

⁹¹ US Securities & Exchange commission *Final Rule: Proxy Voting by Investment Adviser*.

⁹² National Labour College *Taft-Hartley Funds*.

⁹³ Boldt & Smithes..

olika intressen att tillgodose. I förvaltarrollen skall institutionen maximera avkastningen till sina kunder och göra riskbedömningar. Ägarrollen är ofta av minoritetskaraktär, eftersom institutionerna vill sprida sina risker.⁹⁴ Gentemot sina egna aktieägare måste institutionen givetvis kunna presentera goda resultat. Ett av aktiebolagets huvudsyfte är att ge vinst åt aktieägarna och även institutioner har detta krav på sig.⁹⁵

4.3.2 Fondbolag

En stor del av institutionerna är fondbolag som placerar sina kunders investeringar i olika bolag. Fondbolaget äger aktier men det är kunderna, fondandelsägarna, som står de ekonomiska riskerna för investeringen. Det är fondbolaget som får utöva de rättigheter som följer med investeringarna, det vill säga att rösta vid bolagsstämman. Om aktiebolagsformen innebär att förvaltningsrätten skiljs från den som äger egendomen medför ett andelsäggande i en fond att bestämmanderätten över egendomen helt faller bort från den som äger egendomen. Fondbolaget övertar denna rätt. Kunden, fondandelsägaren, principalen, har därmed två agenter att förhålla sig till.⁹⁶

4.4 Problem för institutionerna

Agentproblematiken och hur denna blir påtaglig i och med det spridda ägande har ovan behandlats, se 2.2.4. Berle och Means har sagt att ett bolag med utspritt ägande riskerar att bli ledningsstyrt, vilket i sin tur medför ökade agentkostnader. För att minska dessa agentkostnader är allt fler institutionella ägare idag aktiva ägare i sina bolag. Med aktiva institutionella ägare kan den ledningsstyrning som följer av ett spritt ägande undvikas. I USA finns det omfattande lagstiftning rörande privata pensionsfonder (*The Employee retirement Income Security Act*) som även har fått genomslag i andra områden än pensionsfonder och som bland annat gett de institutionella ägarna en skyldighet att bedriva ett aktivt ägande.⁹⁷

⁹⁴ Lundberg s 369.

⁹⁵ ABL 3 kap 3 §.

⁹⁶ Pålsson s 73 f.

⁹⁷ Lundberg s 370.

4.4.1 Free riders

Den så kallade free rider-problematiken är en faktor som påverkar institutionernas vilja eller ovilja att vara aktiva ägare. En aktieägare kan ”åka snålskjuts” på mer aktiva aktieägare, med följd en att kostnaden för att påverka och kontrollera är obefintlig för free ridern men desto högre för den som agerar. En eventuell vinst av påverkan och kontrollen delas däremot lika mellan alla aktieägare vilket gör att free riders situation förändras till det bättre utan någon egen insats. Detta beteende påverkar givetvis aktieägarnas vilja att lägga ned resurser för att vara aktiva ägare och institutionerna kan ta rollen som free riders för att slippa de kostnader ett aktivt ägande medför. Själva problemet med det minskade incitament till att påverka och kontrollera som free rider-situationer kan medföra förstärks för institutionella ägare eftersom det inte är den som lägger ned resurserna, institutionen, som får de ekonomiska fördelarna av engagemanget.⁹⁸ För att ett aktivt ägande skall löna sig krävs det att kunderna är villiga att betala mer till institutionen för att kompensera för de ökade kostnaderna, eller att institutionerna på något annat vis tycker att kostnaderna för övervakning och kontroll är motiverade.

4.5 Aktieägares styrningsmöjligheter i Sverige

Aktieägarna utövar sin förvaltar rättighet på bolagsstämman. Bolagsstämman kan besluta i nästan alla frågor som rör bolaget, men måste respektera övriga bolagsorgans kompetens. Det är inte meningen att bolagsstämman skall styra bolagets hela förvaltning. En viktig uppgift för bolagsstämman är emellertid att utse styrelse och revisor och bolagsstämman, det vill säga aktieägarna, kan genom att bestämma vilka som skall sitta med i styrelsen indirekt påverka hur bolaget skall styras.

Vid bolagsstämman har normalt sett varje aktie en röst. I Sverige finns fortfarande möjligheten att ge ut röstvärdesdifferentierade aktier med en röstvärdesskillnad på upp till tio gånger.⁹⁹ Bortsett från detta har varje aktie lika stor vikt vid bolagsstämmans beslutsfattande och i de flesta frågor som behandlas vid

⁹⁸ Pålsson s 69.

⁹⁹ ABL 4 kap 5 §.

bolagsstämman räcker det att en majoritet av rösterna stödjer ett visst förslag.¹⁰⁰ Syftet med aktiebolaget som bolagsform är att investerare skall kunna ställa sitt kapital till förfogande för ett bolag och i ersättning för detta få del av bolagets utdelning. För att säkra sin del av utdelningen måste aktieägarna ha en viss beslutanderätt i bolaget, vilket ges genom bolagsstämman. En minoritet riskerar emellertid att bli utelämnad åt majoritetens godtycke och med det äventyra sitt satsade kapital. För att kapitalförsörjningen till aktiebolagen inte skall sina måste det vara motiverat även för en minoritet att gå in med kapital i ett aktiebolag, och det finns därför vissa så kallade minoritetsskyddsregler.¹⁰¹ I en del beslutsfrågor har minoriteten vetorätt, exempelvis vid beslut om incitamentsprogram.¹⁰² Minoriteten har dessutom bland annat rätt att yrka vinstutdelning¹⁰³, utse en minoritetsrevisor¹⁰⁴ och kräva att bli utlöst av aktieägare som innehar mer än nio tiondelar av aktierna¹⁰⁵. Alla aktieägare har dessutom rätt att initiera behandling av ett ärende vid bolagsstämman och har därmed viss möjlighet att påverka dess agenda.¹⁰⁶

4.6 Ägarpolicies

Utöver de lagregler och den självreglering som utvecklats har de ägarpolicies som är framtagna och publicerade av de institutionella ägarna fått en ökad betydelse. Detta i och med den framväxt av institutionella investerare som skett de senaste åren och även de institutionella ägarnas nyligen uppvaknade intresse för ett aktivt ägarskap. De institutionella ägarna har, för de aktier som innehas av institutet, rösträtt på bolagsstämman. Som ovan nämnts representerar de institutionella ägarna sina kunder eller investerare, sina uppdragsgivare, och skall tillvarata dessas intressen i aktiebolaget. För att upprätthålla förtroendet för sin förvaltning från både uppdragsgivarna och allmänheten är det viktigt att de är tydliga med hur de förvaltar sitt uppdrag. Det är därför vanligt att institutionella ägarna publicerar ägarpolicies som förklarar och förtydligar institutets investeringsplaner och

¹⁰⁰ ABL 7 kap 40 §.

¹⁰¹ Rodhe & Skog s 233.

¹⁰² ABL 17 kap 8 §.

¹⁰³ ABL 18 kap 11 §.

¹⁰⁴ ABL 9 kap 9 §.

¹⁰⁵ ABL 22 kap.

¹⁰⁶ ABL 7 kap 16 §.

bolagsstyrningskrav. Bolagen som de institutionella ägarna investerar i kan därmed lättare förutse ägarnas agerande och förstå avsikten med deras investeringar. En ägarpolicy kan även innehålla information om hur den institutionella ägaren ställer sig till vissa specifika frågor och hur den kommer att rösta vid en bolagsstämma. Policydokumenten ger således direktiv för hur de anser att företaget de investerat kapital i skall agera i vissa frågor. Det är dessutom utformade som ett arbetsdokument för hur ägarna själva skall arbeta och rösta i olika frågor på bolagsstämmorna i de företag de har investerat i. På detta vis vet uppdragsgivarna hur deras kapital förvaltas och vilka övervägande som har legat till grund för den brukade rösträtten.¹⁰⁷ Policyerna utgör varken lag eller god sed, ändå finns det incitament att förhålla sig till dem.

4.6.1 Aktiv styrning från institutionella ägare

De institutionella ägarna blir mer och mer aktiva i sitt ägarskap. Historiskt sett har det inte varit så i Sverige, de institutionella ägarna har snarare varit passiva och konflikträdna. Ett passivt ägande möjliggör emellertid för ledning och styrelse att i sin självstyrning inte alltid söka maximal avkastning för företaget vid olika slags beslutsfattanden. Detta är ett beteende som de institutionella ägarna förlorar på och utvecklingen inom ägarstyrning går mot en mycket aktivare styrning från institutionella ägare.¹⁰⁸ De har länge fått kritik för att de ”röstar med fötterna” genom att sälja sina andelar om bolaget inte sköts på ett sätt de gillar istället för att aktivt använda sin makt till att skapa förändring.¹⁰⁹ I förarbetena till ABL menar man att aktiva aktieägare minskar många bolagsstyrningsproblem, och att främja ett aktivt ägarskap är också syftet med ABL.¹¹⁰

4.6.1.2 Förankring av incitamentsprogram

De institutionella ägarnas bolagsstyrning kan bedrivas i form av en dialog med styrelse och ledning i de företag där de institutionella ägarna har en betydande ägarposition. Detta ger det ägda bolaget en möjlighet att förankra beslut hos

¹⁰⁷ Lundberg s 371 f.

¹⁰⁸ Aa s 367 f.

¹⁰⁹ Skog s 149.

¹¹⁰ Prop. 1997/98:99 s 175.

ägarna.¹¹¹ I själva verket är denna förankringsprocess, där styrelsen kontaktar de större institutionella ägarna i god tid före bolagsstämman för att förankra förslag och inhämta åsikter, något som en del institutionella ägare förväntar sig. Det kan till och med vara så att de större institutionella ägarna i ett tidigt skede i till exempel arbetet att ta fram ett förslag till ett aktiebaserat incitamentsprogram blir kontaktade för att lämna sina synpunkter på programmet. Eftersom det, som vi kommer se längre ned, krävs en extra hög majoritet vid bolagsstämmobeslut om incitamentsprogram är det inte konstigt att bolagen är villiga att göra detta. Det blir dessutom vanligare att bolagen, redan innan kallelsen till bolagsstämman skickats ut, kräver ett skriftligt godkännande av förslaget för att på så vis säkerställa att det kommer att röstas igenom på bolagsstämman. Detta beteende är exempelvis Tredje AP-fonden tveksamma till, och menar att ett sådant godkännande endast skulle ges av dem om de har givits möjlighet att ta del av det fullständiga förslaget i den form den kommer att biläggas kallelsen. De vill dessutom förbehålla sig rätten att ändra sitt ställningstagande om något skulle hända som skulle kunna ändra förutsättningarna för incitamentsprogrammet.¹¹²

4.7 Aktieägares styrningsmöjligheter i USA

Synen på aktieägarens roll i bolaget skiljer sig åt mellan Sverige och USA. I Sverige värnas om minoritetsaktieägare och här är det viktigt att alla aktieägare har möjlighet att göra sin röst hörd på bolagsstämman. I USA har inte aktieägaren riktigt lika stor möjlighet att påverka hur bolaget styrs, men det är inte heller meningen att det skall vara på det viset. USA präglas av synsättet att aktieägarna inte har kompetensen som krävs för att styra ett aktiebolag. Ägarna har lämnat denna uppgift åt styrelsen. Den amerikanska aktieägaren bevakar sina rättigheter dels genom möjligheten att byta ut styrelsen och dels genom domstolsförfarande utifall att bolagsledningen inte har tillvaratagit dennes intressen. Domstolen är van vid att hantera frågor av detta slag och processen är ofta snabb och effektiv, framför allt i Delaware där de flesta aktiemarknadsbolagen har sitt säte.

¹¹¹ Se 4.8.1. där aktiemarknadsbolag har fört en dialog med ISS innan bolagsstämma.

¹¹² Tredje AP-fonden *Aktierelaterade Incitamentsprogram* s 4.

Bolagsstämman i ett amerikanskt aktiebolag är det högsta bolagsorganet, men har inte lika stor makt som den svenska bolagsstämman eftersom makten i större utsträckning än i Sverige har lämnats över till styrelsen. Aktieägarna i ett amerikanskt aktiebolags största påverkan på hur bolaget styrs utövas genom att tillsätta styrelsen, som i sin tur tillsätter den verkställande direktören. Styrelsen beslutar i många frågor som i ett svenskt aktiebolag faller på bolagsstämman, till exempel aktiebaserade incitamentsprogram för ledande befattningshavare. Bolagsstämman har möjlighet att påverka bolagsstyrningen i och med att vissa styrelsebeslut måste godkännas av denna, och ibland av oberoende aktieägare, för att omfattas av business judgment rule, se mer om det nedan 5.3.1. Andra situationer då bolagsstämmans godkännande krävs är till exempel vid stora förändringar, så som uppköp och fusioner, som skall behandlas av bolagsstämman.

En aktieägare kan lägga ett shareholder proposal för behandling vid bolagsstämman om dess innehav i bolaget är tillräckligt stort.¹¹³ Detta är en amerikansk minoritetsskyddsregel. För att ett förslag skall publiceras i bolagets proxy solicitation material måste det vara lämpligt för shareholder action, vilket avgörs av ledningen. Vill ledningen inte publicera förslaget måste dispens sökas från SEC. Det är ovanligt att ett förslag godkänns av majoritetsägarna, med undantag för förslag framlagda av institutionella ägare.¹¹⁴ Aktieägarnas möjlighet att påverka bolagsstyrningen är, i jämförelse med de institutionella ägarnas möjlighet, således väldigt små.

4.7.1 Proxy

I amerikanska aktiemarknadsbolag är bolagsstämmor genom fullmakt (*proxy*) det allra vanligaste. Detta kommer sig framförallt av praktiska skäl, då bolagen har en mycket spridd ägarkrets som är svår att kalla till ett möte. I värsta fall kanske inte tillräckligt många aktier är representerade vid stämman för att denna skall kunna bli beslutför.¹¹⁵

¹¹³ Om aktieägaren äger mer än 1 % eller 2 000 USD av aktierna, Securities and Exchange Act section 14(a) 8.

¹¹⁴ Hamilton s 424 f.

¹¹⁵ A a s 422.

Innan bolagsstämman hålls skall bolaget tillhandahålla ett så kallat *proxy statement*, vilket är aktieägarens primära informationskälla.¹¹⁶ I detta skall bolagets ställning redogöras för, samt ärenden som skall behandlas vid bolagsstämman förklaras. Här skall också anges exempelvis ersättningsnivåer för styrelsen och årsredovisning bifogas. De frågor som skall tas upp till omröstning vid bolagsstämman skall finnas angivna, och aktieägaren skall vara tillräckligt informerad för att kunna avlägga sin röst via fullmaktsformuläret.¹¹⁷

4.8 Institutional Shareholder Services

Institutional Shareholder Services (ISS) är en internationell organisation grundades 1985 med målsättning att lyfta fram god bolagsstyrning i den privata sektorn och öka nivån av ansvarsfull röstning bland institutionella investerare. ISS är specialiserad på rådgivning i ägarfrågor till institutionella investerare. Organisationen anlitas av utländska ägare bland annat för att få anvisning om hur de skall ställa sig till en viss fråga på bolagsstämman. ISS analyserar företagen för att sedan ge ägarna/klienterna en rekommendation för hur de skall rösta i ett visst avseende. ISS är sedan januari 2007 en del av RiskMetrics Group under namnet ISS Governance Services.¹¹⁸

4.8.1 ISS inflytande över svenska bolag

ISS verksamhet har täckt den svenska aktiemarknaden sedan tidigt 90-tal, men har först på senare år fått ett stort inflytande på bolagsstämmorna i Sverige.¹¹⁹ Detta visar sig då det exempelvis handlar om införande av incitamentsprogram och beror på att den så kallade Leo-lagen kräver ett minimum om 90 % av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna på bolagsstämman för att få igenom ett incitamentsprogram. Därför har de institutionella ägarna goda möjligheter att blockera ett beslut som inte uppfyller deras krav. På grund av den ökade aktiviteten bland de institutionella ägarna och den makt dessa har kan beslut som är betydelsefulla för bolaget avslås av stämman. Detta resulterar, som

¹¹⁶ Securities and Exchange Act section 14(a).

¹¹⁷ Mallor, Barnes, Bowers & Langvardt s 1089.

¹¹⁸ RiskMetrics.

¹¹⁹ Lindh Ithuralde, Karin, Risk Metrics Group/ISS Governance Services, telefonsamtal, 08-12-12.

redan nämnts, i att företagen måste motivera sina förslag till incitamentsprogram och kommunicera med ägare och rådgivare som till exempel ISS för att få förslagen att röstas igenom. Förankringen med ISS kan till exempel gå till på det viset att en presentation och telefonmöten hålls med representanter från ISS, vilka efter en tids överläggande offentliggör sin röstningsrekommendation.¹²⁰ ISS garanterar emellertid inte att en rekommendation ”för” eller ”emot” kommer att De kan dock diskutera sina generella guidelines och tidigare röstningsrekommendationer med företagen.¹²¹ ISS var aktiv i sin verksamhet i Sverige redan från start och de har lämnat nekande röstningsrekommendationer vid många bolagsstämmor. Det är emellertid på senare år som ISS betydelse har kommit att uppmärksammas av bolagen och andra aktörer på aktiemarknaden. Detta kan härledas till Ericssons bolagsstämma 2007. ISS gav då en röstningsrekommendation som det verkar som att många av deras klienter följde, vilket medförde att ett incitamentsprogram inte kunde röstas igenom. Denna händelse fick stor uppmärksamhet i Sverige. Känslorna är heta och kritiken mot ISS tycks vara utbredd.¹²²

Ett ytterligare exempel på ISS inflytande på marknaden är deras medverkan i framställandet av Koden. ISS var med och utvecklade Koden genom sin roll som en av remissinstanserna.¹²³ När den nya Koden utarbetades lades, som redan nämnts, ett kodförslag fram och det var fritt för den som önskade att lämna synpunkter på förslaget. ISS tog tillfälle att agera i detta öppna remissförfarande och lade fram sina synpunkter i många olika frågor.¹²⁴

¹²⁰ Nordea *Visst går det att etablera värdeskapande incitamentsprogram inom ramen för ISS:s riktlinjer.*

¹²¹ Lindh Ithuralde, Karin, Risk Metrics Group/ISS Governance Services, telefonsamtal, 08-12-12.

¹²² För exempel se Dagens Industri den 24 maj 2007 och Svenska Dagbladet den 13 april 2007.

¹²³ SOU 2004:130, bilaga 2.

¹²⁴ *Svensk kod för bolagsstyrning* s 2.

5 Incitamentsprogram

5.1 Teoretisk inledning

5.1.1 Marknadsteorier

Det finns två olika synsätt på de finansiella marknadernas funktionssätt. Ett synsätt är att tro på teorin om effektiva marknader där aktiekursen vid varje tillfälle är det bästa måttet på företagets värde. Med detta betraktelsesätt menar man att det inte finns några finansiella tillgångar som är över- eller underprissatta.¹²⁵ Ett kontrasterande synsätt är framhållandet av att finansiella tillgångar kan vara felaktigt prissatta under kortare eller längre perioder. Med denna uppfattning menar man att det ibland förekommer finansiella bubblor där hela marknader kan vara övervärderade. Beroende på vilket synsätt man har ser man aktierelaterade incitamentsprogram som ett mer eller mindre bra alternativ för att skapa incitament att styra företaget på ett sätt som för samman och enar företagsledningens och aktieägarnas mål. Traditionella optionsprogram är för den som tror på aktievärdet och teorin om effektiva marknader den bästa lösningen på svårigheten med agent- principalproblematiken, eftersom optionsprogrammets utfall är direkt kopplat till aktiekursen. Är man däremot av åsikten att aktiekursen kan vara övervärderad är optionsprogram naturligtvis inte alls en god lösning. Incitamentet som skapas av optionsprogram i ett bolag där aktien är övervärderad står i direkt strid med aktieägares långsiktiga intressen. Jensen och Murphy anger att ledningen i ett sådant bolag, i en strävan att leva upp till marknadens orealistiska tillväxtförväntningar, kan tvingas genomföra alltför riskfyllda investeringar, till exempel använda den övervärderade aktien för finansiering av dåligt underbyggda företagsförvärv. Åtgärder som tas till för att leva upp till marknadens förväntningar kan också på sikt förstöra bolagets kärnvärden.¹²⁶ Vad som åsyftas här är bland annat effekten av de metoder som använts vid företagsskandaler såsom Enron. För att minska risken att övervärdering av aktier

¹²⁵ de Ridder s 314.

¹²⁶ Jensen & Murphy, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them* s 45 f.

sker måste marknaden och analytiker som värderar kursen ha tillgång till tillförlitlig information om företagets strategi och utveckling. Att på detta sätt hålla företaget transparent är en uppgift som är till för styrelse och ledning.¹²⁷ Detta hindrar dock inte att hela marknader blir övervärderade ifrån tid till annan.

5.1.2 Nackdelar med optionsprogram

Jensen och Murphy menar även att ett optionsprogram inte ger samma incitament som att äga aktier. De anser att de som utfärdar incitamentsprogram inte tycks tänka på att den som äger en option endast får en ersättning vid en eventuell aktiekursstegring medan ett aktieinnehav dessutom ger vinstutdelning.¹²⁸ En slutsats är därför att ett optionsprogram inte på ett effektivt sätt minskar agent-principalproblematiken. Å andra sidan kan aktiekursen sägas vara det enda objektiva mått på värdeskapande som är framåtblickande, och aktierelaterade incitamentsprogram skulle därför kunna anses vara ett effektivt verktyg att skapa incitament för positiv förändring i företaget. Ser man att det finns risker med aktievärdet, att detta ibland kan vara övervärderat, men ändå anser att de framåtblickande egenskaperna som aktiekursen har är tillräckliga för att framkalla incitament till värdeskapande kan man utforma programmet på ett sätt som minskar skadliga incitament. För optionsprogram kan man till exempel införa prestationskrav som skall vara uppfyllda för att optionerna skall kunna utnyttjas. På det sättet kan man försöka minska för höga utfall som inte baseras på motsvarande prestationer. För att uppnå en intressegemenskap mellan ägare och ledning bör dessutom incitamentsprogrammet innebära ett likadant risktagande för dem som deltar i programmet som ett aktieinnehav innebär för en aktieägare. Utan ett eget risktagande kan nämligen ledningen lockas att ta större risker än vad som är önskvärt ur aktieägarnas synvinkel.¹²⁹

5.1.3 Införandet av incitamentsprogram

En viktig del av bolagsstyrningsdebatten är just frågan om ersättningar till bolagsstyrelsen och andra nyckelpersoner. Incitamentsprogram har sedan 80-talet

¹²⁷ Jensen & Murphy, *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, s 49.

¹²⁸ Jensen & Murphy, *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How* s 24.

¹²⁹ Tredje AP-fonden *Aktierelaterade Incitamentsprogram* s 2.

haft en naturlig ställning som en del av ersättningspaketet till företagsledningen i svenska aktiemarknadsbolag. Innan dess var incitamentsprogram ett ganska okänd fenomen. Ett aktierelaterat incitamentsprogram kan sägas vara ett utgivande av en rättighet som ofta i sig är ett värdepapper vars värde är baserat eller på annat sätt relaterat till en aktie. Med aktie menas aktierna i det bolag som utfärdar incitamentsprogrammet. Mottagaren är en person som är nära förbunden med det utgivande bolaget.¹³⁰ Programmen har sitt ursprung i USA där främst institutionella aktieägare arbetade in *aktieägarvärde* (*shareholder value*) till ett välkänt begrepp.¹³¹ Aktieägarvärde handlar om att maximera det ekonomiska värdet för aktieägarna och det är även det man med incitamentsprogram avser att skapa.

5.1.4 Aktierelaterade incitamentsprogram

Incitamentsprogram skiljer sig från andra typer av ersättningar, till exempel bonus- och vinstdelningssystem, på grund av att incitamentsprogram är aktiekursrelaterade. Aktiekursrelaterade incitamentsprogram går således endast att finna i noterade bolag. Då storleken varierar proportionellt efter kursutvecklingen skapas incitament, det vill säga en lust eller vilja, till att förbättra aktiekursen.¹³² Detta bygger på den teori om rationalitet som ligger till grund för stora delar av den moderna ekonomiska mikroteorin och rättsekonomin. Rationella individer anses i denna teori förändra ett beteende om ändringen resulterar i större upplevd total nytta för den enskilde.¹³³ Aktierelaterade incitamentsprogram är anpassade för att uppfylla detta dubbla syftet som följer av att aktiekursen stiger och därmed gynnar både aktieägarna och tjänstemannen. Incitamentsprogram kan dessutom avse att belöna för tidigare gjorda insatser, men för att vara försvarligt skall belöningen endast vara ett komplement och inte ett ensamt syfte för incitamentsprogrammet.¹³⁴

¹³⁰ Borg s 19.

¹³¹ Kristiansson *Incitamentsprogram*, s 301.

¹³² Kristiansson *Incitamentsprogram*, s 301.

¹³³ Borg s 18.

¹³⁴ A a s 23.

5.1.5 Pilotskolan

På 40-talet i USA talade man om den så kallade pilotskolan. Pilotskolan bygger på teorin om att piloterna i ett företag – de ledande befattningshavarna – förutsätts arbeta på ett mer engagerat sätt i företagets intresse om de erhåller ekonomisk ersättning som är relaterad till företagets positiva utveckling.¹³⁵ I USA har det ursprungliga uttrycket för pilotskolan varit att en ledande befattningshavare vid tillträdet av sin tjänst erhåller optionsrätter som innebär att denna inom en viss tid har rätt att teckna ett visst antal aktier i bolaget. Priset på aktien kan till exempel vara satt 30 % högre än marknadspriset vid tidpunkten för utfärdandet. På detta vis ges den ledande tjänstemannen incitament att försöka utveckla företaget och dess aktiekurs så den stiger med mer än dessa 30 % tills rätten att köpa aktierna faller in.¹³⁶ Lyckas tjänstemannen att höja värdet på aktierna är detta positivt för alla aktieägare. Skulle försöket däremot misslyckas är optionen värdelös och det sker således ingen skada för aktieägarna. I ett lyckat incitamentsprogram sammanfaller bolagsledningens och aktieägarnas intressen.¹³⁷ Om det inte finns någon kompensation som korrelerar med bolagets goda utveckling skulle agenten troligen inte arbeta lika hårt för denna utveckling, än vad som skulle ha gjorts om agenten fick del i frukterna av sitt arbete.

5.2 Prestationsbaserad kompensation

Det finns undersökningar som visar att en hög andel institutionella ägare leder till lägre ersättningsnivåer till de ledande befattningshavarna, och ersättningen är dessutom starkare kopplad till bolagsledningens prestationer än i bolag med en mindre andel institutionella ägare.¹³⁸ Enligt Bebchuk och Fried finns det en tydlig koppling mellan bolagsledningens maktposition och dess kompensation, starka aktieägare och framför allt aktiva aktieägare verkar ha en positiv inverkan på ersättningsnivåerna i den bemärkelsen att de inte blir lika höga samt att de relateras till prestation.¹³⁹

¹³⁵ Ds Fi 1986:21 s 103.

¹³⁶ Ds Fi 1986:21 s 103 ff.

¹³⁷ Ellis s 8.

¹³⁸ Hartzell & Starks s 2372.

¹³⁹ Bebchuk & Fried s 86.

En stor del av den kritik som har riktats mot användandet av incitamentsprogram har varit deras svaga koppling till ledningens prestationer.¹⁴⁰ Undersökningar har visat att amerikanska aktiemarknadsbolag som saknar större externa aktieägare (med ett innehav på minst 5 % av aktierna) tenderar att i mindre grad använda sig av prestationsbaserade kompensationsmodeller.¹⁴¹ Ett exempel på detta är då verkställande direktörer mottar bonus trots utebliven vinst i bolaget. I sviterna av den finanskris som i skrivande stund råder runt om i världen har denna fråga blivit mer aktuell än någonsin. Den svenska regeringen har i sin stabilitetsplan föreslagit att de svenska institut som kommer att omfattas av den statliga garantin skall begränsa utdelning av bonus och andra belöningar under avtalstiden.¹⁴²

5.2.1 Definition av prestation

Det är av avgörande betydelse för kompensationens funktion är hur man definierar ”prestation”. Det är exempelvis inte särskilt ändamålsenligt att basera ersättningsnivåerna på bolagets utveckling utan att jämföra denna med motsvarande bolags utveckling. En ökning av bolagets värde är inte alltid avhängigt bolagsledningens hårda arbete utan kan vara resultatet av marknadssvängningar.¹⁴³ Istället måste ersättningen värderas i förhållande till både hur bolagsledningen agerat och hur marknaden i övrigt har betett sig.

5.3 Beslutsfattande

Agentkostnaderna kan tänkas minska genom att motivera agenten på rätt sätt. Så enkelt är emellertid sällan fallet då det gäller ledande befattningshavare. Ett stort problem med kompensation till bolagsledningen är hur beslutsprocessen skall gå till. Aktiebolaget är en juridisk person som kan ingå avtal och pådra sig förpliktelser. Bolaget måste emellertid företrädas av någon, vilket gör att det i slutändan är fysiska personer som agerar i bolagets namn. Det kan uppstå intressekonflikter då bolaget ingår avtal där någon som företräder bolaget har motstridigt intresse. I ABL finns bestämmelser om styrelsejäv och i regel skall en styrelseledamot över huvud taget inte befatta sig med frågor där denne direkt,

¹⁴⁰ Bebchuk & Fried s 121.

¹⁴¹ A a s 83.

¹⁴² Prop. 2008/09:61 s 30.

¹⁴³ Bebchuk & Fried s 122.

genom släktskap eller som ställföreträdare för annan juridisk person har ett intresse.¹⁴⁴ I USA finns regler om *business judgment rule* för att komma till rätta med dessa problem.

Både i Sverige och i USA skall det organ som utsett en befattningshavare också besluta om dennes kompensation. Det är således styrelsen som fastställer ersättningsnivån för ledande befattningshavare både i svenska och i amerikanska bolag. I Sverige måste emellertid även bolagsstämman fatta beslut om kompensation, då det rör sig om aktierelaterade incitamentsprogram.

5.3.1 Business judgment rule

I USA finns det inga regler för hur en styrelseledamot skall agera i beslutsprocessen där denne är jävig. I stället genomsyrar den genom praxis utvecklade *business judgment rule* styrelsearbetet. Business judgment rule innebär i korthet att då styrelsen iakttagit vissa processuella förfaranden vid beslutsfattandet kan beslutet inte prövas på materiella grunder i domstol. Domstolen undviker att lägga sig i hur ett bolag styrs. Vid kompensation till verkställande direktör innebär detta att om beslutet fattats på välinformerade grunder och om även de oberoende styrelseledamöterna givit sitt medgivande till kompensationen kommer domstolen inte att ha någonting att påpeka även om ersättningens utformning skulle vara ett dåligt företagsbeslut. Det skall mycket till för att ett beslut fattat enligt kraven för skydd enligt business judgment rule-doktrinen skulle ses som rättsvidrig. Ersättningen skulle behöva innebära en ”waste” för bolaget, någonting som enligt Delaware Supreme Court är mycket sällsynt.¹⁴⁵ I Disney case¹⁴⁶ hade styrelsen i Disney Corp. fattat beslut om ersättning till bolagets ”president” med ett mycket bristfälligt informationsunderlag. Domstolen ansåg att beslutsunderlaget var så undermåligt att det inte kunde omfattas av business judgment rule och gick därefter in och granskade den materiella delen av beslutet. Beslutet hade inte fattats av någon kompensationskommitté och presidenten hade utfört ett utomordentligt dåligt arbete men fick ändå stora summor i ersättning. Domstolen underkände både

¹⁴⁴ ABL 8 kap 23 §.

¹⁴⁵ Bebchuk & Fried s 46.

¹⁴⁶ 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003).

beslutsprocessen och innehållet i beslutet, och förklarade styrelsen försumlig, vilket är en tydlig avsnävning av business judgment rule och något som tidigare inte gjorts.¹⁴⁷ Det är tveksamt om Disney case kommer att innebära någon egentlig förändring av kompensationen till ledande befattningshavare och beslutsfattandet kring det eftersom en styrelse alltid har kunnat säkra sig enligt business judgment rule om dess processuella krav är uppfyllda.¹⁴⁸

5.4 Argument för incitamentsprogram

Anledningen till att incitamentsprogram introducerades på marknaden var att de skulle uppmuntra bolagsledningen och andra med stort inflytande över företaget till att göra ett ännu bättre arbete och därigenom öka aktieägarvärdet. I branscher där humankapitalet är viktigt och konkurrensen om duktiga individer är hård är ersättningar av detta slag nödvändig för att kunna behålla medarbetare, men dessutom för att anställa nya.¹⁴⁹ Ersättningsvillkoren måste dessutom vara konkurrenskraftiga ur ett internationellt perspektiv för att inte kompetenta personer skall tappas till utlandet.¹⁵⁰

5.4.1 Lösningar för att minska agentkostnaderna

Som ovan har behandlats medför agentproblematiken kostnader för bolaget. Dels genom att agenten inte alltid agerar med principalens bästa i åtanke, och dels genom de återgårdar bolaget försöker minska detta beteende med. Det finns tre sätt att bygga bort agentkostnader, genom lagstiftning, genom övervakning och genom incitament till annat beteende. Då denna uppsats handlar om incitamentsprogram lämnas de två övriga metoderna därhän. Det kan finnas många olika incitamentslösningar, alla med syfte att motivera agenten att agera på bästa sätt för principalen. Vanliga varianter av incitament är kontant ersättning eller del i bolagets vinst eller ökade marknadsvärde. Berle och Means kom redan på 30-talet fram till att bolagsledningen borde vara aktieägare för att garanterat agerande i aktieägarna och bolagets bästa intresse. Detta har också blivit en vanlig

¹⁴⁷ Dotevall s 145 f.

¹⁴⁸ Bebchuk & Fried s 48.

¹⁴⁹ Borg s 24.

¹⁵⁰ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1.

lösning, antingen att bolagsledningen tilldelats aktier i bolaget eller att denna gets möjlighet att delta i optionsprogram.¹⁵¹

5.5 Kritik mot incitamentsprogram

Kritik som har riktats mot incitamentsprogram är att de har ansetts skapa en kortsiktighet och fokusering på aktiekursvårdande åtgärder snarare än på bolagets långsiktiga utveckling. Man har dessutom sett en risk i att bolagsledningen genom ett program försöker tillskansa sig oproportionerligt höga ersättningar på aktieägarnas bekostnad.¹⁵² Detta kan göra att förtroendet för aktiemarknaden minskas. Sverige tycks vara mindre tolerant och mindre förstående till aktierelaterade incitamentsprogram internationellt sett.¹⁵³ Detta är tydligt då man tittar tillbaka på de större debatter som pågick i början på 2000-talet gällande till exempel Skandialedningens aktierelaterade incitamentsprogram. Den utredning som gjordes efter att misstanke riktats mot Skandialedningen, om felaktig hanteringen av incitamentsprogram, visade att man i årsredovisningen angett ett beräknat utfall av incitamentsprogram som var 600 MSEK lägre än vad det verkliga utfallet sedan blev. Skandialedningen hade utöver detta misskött redovisningen av andra incitamentsprogram.¹⁵⁴

5.5.1 Risken för motsatt effekt

En risk med incitamentsprogram, som är utformade på fel sätt, är att de får en motsatt effekt. Programmet ger då inte de rätta incitamenten att arbeta i bolagets intresse fullt ut och att därmed utföra ett bättre arbete. Så kan vara fallet om programmet inte ger så stor utdelning eller om värdet på bolagets aktier kraftigt försämras. Om incitamenten till att göra ett gott arbete försvinner lider både det utfärdande bolaget och dess aktieägare skada. Bolagsledningen kan till exempel besluta att öka företagets skuldsättning på ett icke befogat vis i ett försök att öka optionsrättigheternas värde. Dessutom kan ledningens utdelningspolitik stå i strid

¹⁵¹ Ellis s 6.

¹⁵² Bebchuk & Fried s 302.

¹⁵³ Borg, Mikael s 11.

¹⁵⁴ Rydbeck & Tidström s 6.

med aktieägarnas krav.¹⁵⁵ Det gäller därför att skapa en balans i programmen för att lösa agentproblematiken på ett ändamålsenligt sätt.

5.5.2 Kurspåverkande yttre faktorer

Vidare måste man hålla i tanken att man inte alltid kan hänföra kursutvecklingen till bolagsledningens arbete. Kursen påverkas i stor grad av yttre faktorer och konjunktursvängningar. I en konjunkturuppgång är det därmed inte säkert att vinsten kan tillskrivas bolagsledningens lyckade arbete. En annan negativ aspekt med incitamentsprogram är att de som utgörs av teckningsoptioner eller konvertibla skuldebrev har en utspädningseffekt på de befintliga aktierna. Denna utspädning kan sägas vara en kostnad för bolaget.¹⁵⁶

5.5.3 Förhandlingar på armslängds avstånd

I dagens samhälle är en hög ersättning till ledande befattningshavare inte ett isolerat fenomen, många olika personkategorier åtnjuter liknande kompensationsnivåer. Filmstjärnor, elitidrottare och musiker tjänar ofta otroliga summor på sina talanger. Man kan fråga sig varför det är så provocerande när bolagsledningar, som ofta också är talangfulla inom sina områden, tjänar mycket pengar. Den största skillnaden mellan filmstjärnor och en verkställande direktör är dock att när filmstjärnan förhandlar fram sin ersättning sker detta med en ofta överlägsen part som vill ha en så låg ersättning som möjligt. Förhandlingen sker på en armslängds avstånd, mellan parter med olika ståndpunkter och önskningar. Så är inte fallet med den verkställande direktören. Denne förhandlar med bolagets styrelse, personer som denne samarbetar med.¹⁵⁷ Det är mycket troligt att den verkställande direktören är närvarande på styrelsesammanträdena i Sverige, och att denne dessutom har en plats i styrelsen i USA. Dessa förhandlingar är allt annat än på en armslängds avstånd.

Förfarandet i USA kan tjäna som exempel. Där beslutar, liksom i Sverige, styrelsen som huvudregel CEO:s ersättningsnivå. Den federala

¹⁵⁵ Borg s 30.

¹⁵⁶ Borg s 31.

¹⁵⁷ Bebchuk & Fried s 20 f.

skattelagstiftningen tillåter emellertid inte ersättning över en viss nivå om denna inte är kompensationsbaserad, framtagen av en kompensationskommitté bestående av oberoende ledamöter samt godkänd av en aktieägarmajoritet.¹⁵⁸ Detta skall hindra att ersättningsnivåerna rusar iväg utan grund. Det har dock riktats viss kritik mot detta förfarande, nämligen att det kan te sig som en falsk trygghet för marknaden och investerare. Trots att ledamöterna av kompensationskommittén är oberoende är de för det första kollegor till personerna vars ersättning de skall besluta om. De är oberoende på så vis att de inte har aktieägarintresse eller anställning i bolaget, men det utesluter inte att de *de facto* har ett intresse i detta eller i dess befattningshavare. Förutom av rent sociala skäl har både de oberoende styrelseledamöterna och styrelsen i stort ett intresse av att hålla sig väl med CEO för sin framtida plats i styrelsens skull. CEO har vanligtvis stort inflytande i nomineringsprocessen då nya styrelseledamöter skall väljas, antingen direkt som ledamot av nomineringskommittén eller indirekt genom sin makt både inom och utanför bolaget. Detta påverkar naturligtvis befintliga ledamöters attityd mot CEO, om de vill bli omvalda. Det är därmed inte en självklarhet att kompensationskommittén och styrelsen beslutar om ersättning till CEO utifrån aktieägarnas bästa. Risken finns att de, i egenskap av agenter, även ser till sitt eget bästa. En annan felkälla då ersättningsnivåerna sätts för högt är många oberoende styrelseledamöternas brist på engagemang i bolaget. En oberoende styrelseledamot har oftast andra uppdrag och förmodligen en anställning, vilket begränsar dennes möjligheter att lägga ned mycket tid på sitt uppdrag. Otillräckligt informerade och engagerade styrelseledamöter är lika farliga som dem med sitt eget intresse främst.

Som ett sista steg i beslutsprocessen krävs aktieägarmajoritetens godkännande för kompensationen. Om en aktieägarmajoritet inte godkänner förslaget innebär detta emellertid inte att styrelsen inte kan verkställa kompensationen, utan endast att den inte blir en avdragsgill kostnad för bolaget, se nedan under 5.9.2. Detta påverkar resultatet negativt, och således även aktieägarna. Det lönar sig därför inte för dessa att rösta emot förslaget. Bolagsstämmans genomförande med

¹⁵⁸ IRC section 16(d). Dessutom kräver numera både NYSE och Nasdaqs noteringsavtal att all kompensation till CEO skall beslutas på detta vis.

fullmaktsförfarande och det spridda ägandet i de amerikanska aktiemarknadsbolagen påverkar också beslutsprocessen.¹⁵⁹

Med de av lagstiftaren givna förutsättningarna är det därmed svårt att motivera styrelsen att besluta om ersättning till CEO på något som kan likna armlängds avstånd.

5.6 Svensk reglering

Det man i svensk reglering lagt mest fokus vid är informationsgivning och beslutsfattande vid antagande av incitamentsprogram. I ABL finns till exempel en bestämmelse som innebär att det huvudsakliga innehållet i programmet måste redogöras för senast två veckor innan bolagsstämman, i samband med kallelsen.¹⁶⁰ I *årsredovisningslagen (1995:1554)* finns även vissa bestämmelser om vilken information som skall anges i årsredovisningen gällande pågående incitamentsprogram. Styrelsen i ett aktiemarknadsbolag skall varje år upprätta förslag till riktlinjer för bestämmande av lön och annan ersättning till VD och andra personer i bolagets ledning. Bolagsstämman skall sedan godkänna förslaget. Riktlinjerna gäller inte för sådana ersättningar som omfattas av 16 kap i ABL.¹⁶¹ Några materiella regler, gällande till exempel ersättningens storlek, finns inte.

Den övervägande delen av reglering har utvecklats genom självreglering. Det finns dock en viktig lagreglering, och som har stor betydelse vid införandet av ett incitamentsprogram i ett svenskt aktiemarknadsbolag. Denna reglering genomfördes som så mycket annat efter att en företagsskandal uppdagats, i detta fall den så kallade Leo-affären som inträffade under 80-talet.¹⁶² Uppdagandet resulterade i ett högre majoritetskrav vid beslut om riktade emissioner och liknande åtgärder till ledande befattningshavare och närstående. Kravet innebär att 90 % av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna på bolagsstämman måste rösta ja till förslaget för att det skall kunna antas.¹⁶³ Detta

¹⁵⁹ Bebchuk & Fried s 49 f & s 82.

¹⁶⁰ ABL 7 kap 24 §.

¹⁶¹ ABL 8 kap 51 § 1 st.

¹⁶² Kristiansson *Europeiska koder för bolagsstyrning – vad innehåller de?* s 41 ff.

¹⁶³ ABL 16 kap 8 §.

majoritetskrav har av naturliga skäl stor betydelse för beslut av de flesta typer av incitamentsprogram för aktiemarknadsbolag.

5.6.1 Leo-affären

I samband med att aktiemarknadsbolaget Wilh. Sonesson AB förvärvade läkemedelsföretaget Leo AB år 1983 genomfördes en aktieemission samt ett antal andra transaktioner som blev starkt kritiserade. Köpeavtalet stadgade att Leo AB skulle genomföra en riktad nyemission där en del av aktierna erbjöds utvalda placerare på marknaden och resterande del erbjöds personer med ledande position i Leo AB och Sonesson AB. Leo AB var vid uppköpet onoterat men enligt köpeavtalet skulle ansökan om börsintroduktion till Stockholms fondbörs göras under våren 1984. Förvärvspriset för aktierna skulle enligt köpeavtalet vara marknadsmässigt. Bedömningen av vad som kunde anses vara ett marknadsmässigt pris gjordes av företagsledningarna i Sonesson AB och Leo AB, och för att få fram det korrekta priset vägde man utvecklingsmöjligheter med risker i företaget.¹⁶⁴ I början av januari 1984 övertog Sonesson AB samtliga aktier i läkemedelsföretaget Ferrosan AB. Köpeskillingen utgjordes dels av kontanter och dels av aktier i Leo AB vilkas värde utgjordes av det som fastställts vid köpet av Leo AB.¹⁶⁵ Vidare vidtogs ett ytterligare antal transaktioner samt överlåtelser av Leo AB aktier till, av Sonesson AB, utvalda personer. Vid varje tillfälle använde bolaget sig av det marknadspris av Leo aktier som man tidigare fastställt.

5.6.1.1 Kritik mot Leo-affären

Kritiken och upprinnelsen till att regeringen ansåg sig nödgad att vidta de åtgärder som senare resulterade i regleringen av dessa emissioner kommer från påtryckningar av flertalet aktörer som i huvudsak kritiserade den nyemission som beslöts i slutet av 1983, då Sonesson AB var ensam aktieägare. Det gjordes dessutom gällande att den värdering som gjorts inte alls kunde anses vara marknadsmässig.¹⁶⁶ Då Leo AB i november 1985 börsnoterades sattes nämligen kursen till ett värde som motsvarar 250 % av det värdet som man använt sig av.¹⁶⁷

¹⁶⁴ Ds Fi 1986:21 s 38 ff.

¹⁶⁵ Ds Fi 1986:21 s 45.

¹⁶⁶ Ds Fi 1986:21 s 56.

¹⁶⁷ Kristiansson *Incitamentsprogram* s 303.

Vidare ansågs den krets av personer som erhållit Leo-aktier genom emissioner och utförsäljning vara alltför vid, samt att tilldelningen av aktier många gånger varit för stor.¹⁶⁸ Man ansåg att dessa åtgärder var oetiska och att transaktionerna varit ägnade att medföra skada för aktieägarna och bolaget som sådant. Man önskade reglering på området för att skydda minoritetsaktieägare. Det gjordes bland annat gällande att nyemissionen skulle ha beslutats av bolagsstämman och då i detta fall så ej gjorts, att man åtminstone borde ha gett aktieägarna en utförlig redogörelse i ämnet.¹⁶⁹ Möjligheten för ett antal utvalda personer att utan godkännande från bolagsstämman förhandsteckna aktier till ett pris väsentligt understigande marknadsvärdet fick här sitt slut.

5.6.2 Leo-lagen

En kommission tillsattes av regeringen i syfte att utreda huruvida transaktionerna varit aktiemarknadsmässigt oetiska eller inte, samt att avlägga ett lagförslag på nödvändiga åtgärder. Den så kallade Leo-kommissionen utarbetade ett lagförslag som sedan också antogs av regeringen. Regelverket kom att kallas för Leo-lagen, men mer korrekt hette den *lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m.* Numera finns reglerna, med några mindre ändringar från Leo-lagens originalbestämmelser, att hitta i Aktiebolagslagens 16 kapitel.¹⁷⁰ Syftet med Leo-lagen var, förutom att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, att försvåra för styrelse och ledande befattningshavare att alltför enkelt kunna driva igenom aktierelaterade incitamentsprogram, genom att dessa innan förverkligandet måste genomgå av granskning från aktieägarna.¹⁷¹

Leo-lagen finns trots ABL:s 16 kap kvar, men gäller endast försäkringsaktiebolag. I Leo-lagen har förutom majoritetskravet inkluderats regler om beslutsformer vid vissa riktade emissioner och aktieöverlåtelser. Dessutom finns regler om informationsgivning före och efter beslut om riktade emissioner eller liknande transaktioner till ledande befattningshavare. Detta för att stärka skyddet för

¹⁶⁸ Ds Fi 1986:21 s 56.

¹⁶⁹ Ds Fi 1986:21 s 56.

¹⁷⁰ Detta sedan 1 januari 2006 då den nya aktiebolagslagen (2005:551) trädde i kraft.

¹⁷¹ Borg s 32; Prop 1986/87:76 s 18 (för upprätthållande av allmänhetens förtroende).

minoritetsaktieägare.¹⁷² Leo-kommissionens förslag innebar ingen reglering av villkoren i eller den exakta utformningen av riktade emissioner. Detta ansågs, av både kommissionen och regeringen, vara något som den självsanerande marknaden själv skulle lösa och man uttalade att det fanns ett behov av riktlinjer gällande incitamentsprogram.¹⁷³ Med detta uttalande syftades främst på AMN:s nytillkomna verksamhet och man ville undvika lagreglering om materiell börsetik.¹⁷⁴

5.6.3 Fortsatt reglering gällande incitamentsprogram

Regleringen av incitamentsprogram har sedan Leo-affären utökats genom självregleringsmekanismen. En grupp institutionella ägare har gått ihop och utvecklat riktlinjer som de önskar att bolagen skall följa. Vidare har AMN meddelat principuttalande i frågan om incitamentsprogram. Dessutom finns det regler i Koden vilka bolagen har att följa då det gäller incitamentsprogram. Dessa skall redogöras för nedan. Utöver de nu nämnda regelverken har marknadsplatserna regler kring incitamentsprogram.¹⁷⁵ Vi kan nu också se tendenser till att bolagen dessutom har att beakta institutionella aktieägares policier och riktlinjer.

5.6.4 Riktlinjer från institutionella ägare

Debatter om affärer såsom Skandialedningens incitamentsprogram ledde till att flera svenska institutionella ägare gick ihop och upprättade riktlinjer som man önskade att bolagen skulle följa vid utformningen av incitamentsprogram.¹⁷⁶ Fler och fler bolag utfärdade incitamentsprogram och de institutionella ägarna ansåg bland annat att programmen var alltför omfattande, komplexa till sin natur och svåra att utvärdera effekten av.¹⁷⁷ Riktlinjerna behandlar i huvudsak det beslutsunderlag som skall presenteras för bolagsstämman inför beslut om incitamentsprogram, hur ärenden om incitamentsprogram skall beredas samt

¹⁷² Prop 1986/87:76 s 21.

¹⁷³ Prop 1986/87:76 s 21 ff.

¹⁷⁴ Kristiansson *Incitamentsprogram*, s 303.

¹⁷⁵ Se till exempel OMX Nordic Exchange Stockholm *Regelverk för emittenter*, punkt 3.3.6.

¹⁷⁶ De institutionella ägarna var Alecta, AMF Pension, Fjärde AP-fonden, Handelsbanken Fonder, Nordea Kapitalförvaltning ABs fondbolag, Robur, SEB Fonder och Skandia.

¹⁷⁷ Skog s 158 f.

informationsfrågor. Anledningen till att man utarbetade riktlinjer för informationsgivning var på grund av att man ansåg att det var svårt för ägarna att bedöma om programmen hade en rimlig utformning och man ville därför göra det enklare för aktieägarna att bedöma detta. Av riktlinjerna följer att styrelsen skall hålla ett fullständigt förslag för incitamentsprogram tillgängligt i god tid, senast två veckor, före stämman. Motiven till programmen skall dessutom läggas fram, samt information om hur förslaget arbetats fram. Av förslaget skall framgå vilka befattningshavare eller kategorier av befattningshavare som är avsedda att ingå i programmet.¹⁷⁸

När incitamentsprogrammen baseras på aktier, konvertibler eller teckningsoptioner kommer aktierna att spädas ut. I sådana fall följer av riktlinjerna att utspädningseffekten i både kapital- och rösthänseende tydligt skall framgå. Dessutom skall man i ljuset av aktiemarknadsnämndens uttalanden göra en samlad bedömning av programförslaget. I de fall där rimligheten kan ifrågasättas är risken stor att bolaget samt berörda personer kommer att lida skada. Allmänhetens förtroende för aktiemarknaden riskerar dessutom att minska. När de gäller årsredovisningen vill man att bolaget skall redovisa beskrivna händelser och utfall avseende årets nya och gamla incitamentsprogram samt ge en samlad bild av alla aktuella program.¹⁷⁹ Detta för att aktieägarna skall ha möjlighet att följa ett incitamentsprogram under dess löptid.

Riktlinjer angående incitamentsprogram finns också med som en del av många institutionella aktieägares ägarstyrningspolicies. Nedan kommer göras en sammanfattning av några av de största svenska institutionella ägarnas policies i fråga om incitamentsprogram. Vi kommer dessutom att fokusera på ISS eftersom deras riktlinjer är vägledande för ett stort antal institutionella aktieägare.

5.6.5 Principuttalande från Aktiemarknadsnämnden

Det finns en omfattande självreglering på området, bland annat bestående av AMN:s uttalanden. AMN har vid flertalet tillfällen uttalat sig om förenligheten

¹⁷⁸ Riktlinjer för information till aktieägarna om incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag 1-6.

¹⁷⁹ Riktlinjer för information till aktieägarna om incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag s 1.

med god sed på aktiemarknaden då det gäller bland annat prissättning, tilldelning och utspädning.¹⁸⁰ På grund av att de fanns så många uttalanden och på grund av de riktlinjer som givits ut av institutionella aktieägare ansåg AMN att överskådligheten behövde förbättras och meddelade därför i AMN 2002:1 ett principuttalande i syfte att sammanfatta nämndens gällande ståndpunkter om vad skall anses vara god sed på aktiemarknaden. Detta uttalande medförde att de tidigare meddelade uttalandena inte längre var vägledande. En stor del av vad som är god sed på aktiemarknaden överensstämmer med tillämpningen av Leo-lagens regler (ABL 16 kap) och uppenbara försök att kringgå lagen ses som oförenligt med den goda seden. Av principuttalandet följer emellertid att det krävs starka skäl för att ett incitamentsprogram som biträtts i enlighet med Leo-lagens regler skall anses strida mot god sed på aktiemarknaden. I fråga om informationsgivningen till aktieägarna och värderingsmetoden för instrumenten överensstämmer AMN uttalande i stort sett med de riktlinjer som de institutionella aktieägarna publicerat.

5.6.5.1 Ersättnings storlek

Något schablonmässigt hänsynstagande till relationen mellan tilldelningen och den enskildes lön eller andra anställningsförmåner eftersträvas inte i fråga om ersättnings storlek. Man uttalar dock att en samlad bedömning måste göras. Ersättnings storlek skall enligt AMN vara rimlig. Denna rimlighet skall avgöras av aktieägarna själva och hänsyn skall tas till företagets storlek, internationell utbredning och konkurrenssituation. I fråga om incitamentsprogram till ledande befattningshavare eller andra anställda är styrelsen med i beredningen och ansvariga för programmen eftersom frågor av detta slag är så pass viktiga för bolaget. Styrelsen är garant för att värderingen är gjord på ett godtagbart sätt och att villkoren är rimliga.¹⁸¹

5.6.6 Koden

Koden anger att aktieägarna, i god tid före bolagsstämman, skall ha fått ett beslutsunderlag omfattande de väsentliga villkoren i programmet. Syftet med

¹⁸⁰ Kristiansson *Incitamentsprogram*, s 303.

¹⁸¹ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1 s 8 f.

detta är att aktieägaren enkelt skall kunna bilda sig en uppfattning om syftet med programmet. Underlaget skall även inkludera eventuella utspädningseffekter och vad programmet kommer att kosta företaget vid olika tänkbara utfall.¹⁸² Koden reglerar dessutom i ersättningar till ledande befattningshavare genom att ange att bolagen skall ha ett ersättningsutskott som tar fram förslag över principer för ersättning till ledningen.¹⁸³

I Koden anges att bolagsstämman är det organ som skall besluta om samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram, vare sig programmet omfattas av Leo-lagen eller inte.¹⁸⁴ Detta innebär att bolagsstämman skall ta beslut om införande även av ett syntetiskt optionsprogram av mindre värde, vilket inte ABL kräver, för att följa god sed på aktiemarknaden. Beslutet kräver emellertid inte Leo-majoritet. Styrelseledamöter skall inte delta i aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram riktade till bolagsledningen eller andra anställda.¹⁸⁵

5.6.6.1 Informationsgivning

ISS har strikta krav på att formella regler följs. För dem, vilket också framgår längre ned, är det otroligt viktigt att de i ett tidigt skede kan få fullständig information om det materiella innehållet i ett incitamentsprogram. De rekommenderar sina klienter att rösta nej om de inte får informationen angiven dag. Koden har i en bestämmelse¹⁸⁶ försökt att få svenska aktiemarkandsbolag att förstå vikten av en tidig informationsgivning. Regeln anger att underlaget till bolagsstämman skall tillhandahållas i sådan tid och med en sådan utformning att aktieägarna kan göra en god utvärdering av ärendet. Genom denna bestämmelse signalerar man vikten av att hålla utförlig information om programmet tillgänglig i god tid för att motverka risken att ett programförslag röstas ned av institutionella ägare endast på grund av formella regler.¹⁸⁷

¹⁸² *Svensk kod för bolagsstyrning* punkt 9.2.

¹⁸³ *Svensk kod för bolagsstyrning* punkt 9.1.

¹⁸⁴ *Svensk kod för bolagsstyrning* punkt 9.2.

¹⁸⁵ *Svensk kod för bolagsstyrning* punkt 9.2.

¹⁸⁶ *Svensk kod för bolagsstyrning* punkt 1.2

¹⁸⁷ Kristiansson, Björn, delaktig i den arbetsgrupp som reviderade Koden, muntligen, 2008-11-26.

5.7 Olika former av incitamentsprogram

Incitamentsprogram kan baseras på olika typer av värdepapper såsom aktier, konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner, som emitteras eller överläts. Det kan därutöver handla om köpoptioner, syntetiska optioner och personaloptioner.¹⁸⁸ På 70- och 80-talen bestod incitamentsprogrammen mest av konvertibla skuldebrev och det var först på 90-talet som optionsprogrammen började användas.¹⁸⁹ Nuförtiden utgörs aktierelaterade incitamentsprogram inte bara av renodlade former av värdepappersinstrument utan är ofta mer komplexa och består av flera former som dessutom ofta är kopplade till ett prestationskrav av någon form. Utformningen har gått till att bli mer komplicerad på grund av att programmen skall bli mer robusta och vara effektiva även vid skiftande marknadsförhållanden. Nedan skall emellertid ändå göras en kortfattad redovisning av de vanligaste programstrukturerna i dess renaste former för att bättre förstå incitamentsprogrammets utformning. De vanligaste typerna av rättigheter som incitamentsprogrammen baseras på har genom tiderna varit aktier, köpoptioner, teckningsoptioner, syntetiska optioner, personaloptioner och konvertibla skuldebrev.

5.7.1 Aktiematchningsprogram

Ett incitamentsprogram som baseras på aktier innebär att anställda som köper aktier i sitt arbetsgivarföretag kommer att tilldelas vederlagsfria aktier (så kallade matchningsaktier) om vissa villkor uppfylls. Den anställde kan till exempel komma att tilldelas en vederlagsfri aktie per nyköpt aktie. Den anställde använder oftast sin bruttolön att betala den nyköpta aktien med och villkoren kan bland annat handla om en begränsning av den procentuella delen av lönen som får användas till att köpa aktier. Dessa aktier låses in i programmet, den anställde kan alltså inte göra sig av med dem, under ett visst antal år, vanligen minst tre år. När inlåsningstiden är över erhåller deltagaren sina matchningsaktier förutsatt att deltagaren fortfarande är anställd vid denna tidpunkt.¹⁹⁰

¹⁸⁸ Borg s 13 ff.

¹⁸⁹ Borg s 11.

¹⁹⁰ Se till exempel Ericsson AB (publ.) *Långsiktigt rörligt ersättningsprogram 2007 Ericssons förslag till aktiebaserade program.*

5.7.2 Köpoptioner

En option i det här sammanhanget kan enkelt beskrivas vid ett avtal där utställaren ger innehavaren av optionen en ensidig rätt, men inte en skyldighet, att köpa ett värdepapper till ett bestämt pris inom en viss tidsrymd. För att få ta del av rättigheten kan en premie behöva erläggas.¹⁹¹ Köpoptionen kan sägas vara en grundform av optionsbaserade incitamentsprogram och därför passar den allmänna beskrivningen av en option väl in på köpoptionen. Något som är positivt med köpoptioner är att de avser redan befintliga aktier, vilket gör att man inte behöver ta hänsyn till någon utspädningseffekt. Köpoptioner kan ställas ut dels av bolaget själv, eftersom de är marknadsnoterade och därmed har möjlighet att köpa tillbaka sina egna aktier,¹⁹² de kan dels ställas ut av ett annat företag i samma koncern. Köpoptionerna avser aktier i bolaget eller annat bolag i samma koncern.¹⁹³ Eftersom det inte sker någon emission eller någon överlåtelse av aktier vid utfärdandet av köpoptioner krävs inte att Leo-lagens majoritetsregler följs, då förfarandet inte ingår i lagens direkta tillämpningsområde.¹⁹⁴ På grund av att det vid inlösen av rättigheten kan ske en överlåtelse av personkretsen som omfattas av lagen, och att denna överlåtelse utan majoritet enligt Leo-lagen är ogiltig, är det ändå nödvändigt och mest praktiskt för bolaget att rösta igenom förslaget med Leo-majoritet för att programmet i sig inte skall framstå som ihålligt.¹⁹⁵

5.7.3 Teckningsoptioner

Teckningsoptionen fungerar för innehavaren precis som en köpoption. Denna har alltså rätt, men inte en skyldighet, att inom en i förväg bestämd tidsperiod teckna nyemitterade aktier till en i förväg bestämd aktiekurs. En väsentlig skillnad mellan formerna är dock att köpoptioner, som ovan angivits, avser befintliga aktier medan teckningsoptionen avser ännu icke utfärdade aktier.¹⁹⁶ Detta innebär att bolaget måste utfärda en nyemission och har att följa de regler som gäller vid en sådan redan vid utfärdandet av teckningsoptionerna. Leo-lagen skall således tillämpas.

¹⁹¹ Borg s 20.

¹⁹² ABL 19 kap 13 §.

¹⁹³ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1 s 12f.

¹⁹⁴ ABL 16 kap 1-2 §§.

¹⁹⁵ Borg s 54.

¹⁹⁶ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1 s 4.

5.7.4 Syntetiska optioner

Sedan 90-talet har syntetiska optionsprogram blivit allt vanligare. En syntetisk option är, vilket också framgår av namnet, konstgjord i bemärkelsen att denna inte ger innehavaren någon rätt att vid en viss tidpunkt förvärva en aktie. Denna typ av option ger istället innehavaren rätt att erhålla en summa pengar som är relaterad till aktiernas värde på slutdagen i bolaget som utfärdade optionen.¹⁹⁷ Med denna typ av optionsprogram kommer således inte rättighetsinnehavaren att bli aktieägare i bolaget. Den kontantutbetalning som görs kan inte bestämmas i förväg eftersom den är beroende av kursutvecklingen. Infriandet av rättigheten kommer alltså att belasta företagets resultat och detta försöker man på olika sätt skydda sig emot. Denna slags option omfattas inte av ABL:s 16 kap, men däremot kräver Koden att bolagsstämman tar beslut om programmet.¹⁹⁸

5.7.5 Personaloptioner

En personaloption innebär en rättighet för en anställd att från utgivarföretaget eller ett koncernföretag till detta, i framtiden, från företaget eller den som företaget anvisar, få förvärva värdepapper i bolaget till ett på förhand betstämt pris. Värdepappret kan till exempel vara en köption eller en teckningsoption. Ta bort: Detta liknar i stor grad köptionen, men på grund av att denna typ av option inte går att överlåta anses den inte vara ett värdepapper. En vanlig förutsättning för att rättigheten skall kunna utnyttjas är att en viss tid löper och att individen då fortfarande är anställd i bolaget.¹⁹⁹ På detta sätt har en inlåsningsseffekt skapats. Personaloptionen har genom sin uppbyggnad endast en skattemässig effekt och är fördelaktig i skattehänseende då den anställde inte riskerar att behöva betala skatt för en option som inte utnyttjas. Leo-lagen är tillämplig om förvärvandet av värdepappret fordrar en tillämpning.

¹⁹⁷ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1 s 10.

¹⁹⁸ *Svensk kod för bolagsstyrning* punkt 9.2.

¹⁹⁹ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1 s 10.

5.7.5.1 Säkerhetsåtgärder för syntetiska optioner och personaloptioner

Finansiella säkerhetsåtgärder ("hedges") som vidtas för att bolaget skall skydda sig mot risken de utsätts för genom att de vid utdelningstillfället inte vet kostnaden för att infria syntetiska optioner eller personaloptioner kan yttra sig genom förvärv och överlåtelse av egna aktier, emission av aktier, konvertibla skuldebrev, teckningsoptioner eller genom så kallade swap-avtal med ett värdepappersinstitut. Varken syntetiska optioner eller personaloptioner bidrar vanligtvis till någon utspädning av de redan utgivna aktierna men i och med att man använder sig av säkerhetsåtgärder kan emellertid en utspädning ske, beroende på vilken typ av säkerhetsåtgärd man använder.²⁰⁰

5.7.6 Konvertibla skuldebrev

En annan typ av incitamentsprogram, som till skillnad från tidigare nämnda program inte baseras på optioner, är utgivande av konvertibla skuldebrev till de anställda (även kallad personalkonvertibler). Denna typ av program var särskilt vanligt under 80-talet.²⁰¹ Numera är det emellertid inte speciellt frekvent förekommande. En konvertibel kan sägas vara en mellanform av en aktie och en fordran. Den anställde lånar ut pengar till arbetsgivarbolaget och får en rätt till nyteckning av aktier i bolaget. Genom att detta program innefattar ett lån och att den anställde vid en eventuell företagskonkurs kan förlora sina pengar är programmet i sig kanske inte det bästa av incitamentsprogramstyperna. Rättigheten för den anställde kan sägas utgöras av ett löpande skuldebrev med en rätt för innehavaren att konvertera, helt eller delvis, sin fordran mot aktier i bolaget till ett pris som är förutbestämt, under en viss tidsperiod. Det är således själva skuldebrevet som är bärare av rättigheten.²⁰²

5.7.7 Jämförelse med amerikansk reglering

Leo-lagens majoritetskrav skall tillämpas vid bland annat nyemission av aktier eller emission av teckningsoptioner eller konvertibler och överlåtelse av aktier,

²⁰⁰ Aktiemarknadsnämndens uttalande 2002:1 s 10 f.

²⁰¹ Lombach & Cederlund s 195.

²⁰² Borg s 99 f.

teckningsoptioner eller konvertibler som har getts ut av ett bolag inom samma koncern.²⁰³ När det gäller syntetiska optioner krävs inte någon Leo-majoritet, istället har styrelsen rätt att ta beslut om denna sorts program. Koden anger emellertid att alla aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram skall beslutas av bolagsstämman.²⁰⁴ I amerikanska bolag däremot har styrelsen rätt att besluta om kompensation i mycket stor utsträckning. Villkoret är att de håller sig inom the business judgment rule. Det saknas regler om majoritetskrav vid aktierelaterad kompensation till ledande befattningshavare, bortsett från de skatterättsliga kraven på att aktieägarmajoritet för att kunna kostnadsföra utgifterna för aktierelaterad belöning. Kontant ersättning, så som syntetiska optioner, kan beslutas av styrelsen efter eget tycke, vilket liknar den svenska lagregleringen där styrelsen beslutar i dessa frågor utifrån riktlinjer från bolagsstämman. Svensk självreglering ställer emellertid hårdare krav på utformningen av syntetiska optioner än så.

5.7.8 Popularitet i val av program

I Örlings PricewaterhouseCoopers årliga studie avseende omfattning och struktur på incitamentsprogram riktade till ledande befattningshavare i svenska börsbolag. Studien *Aktiebaserade incitamentsprogram i noterade bolag 2008* baseras på analyser av kallelser till bolagsstämmor under perioden 1 januari - 30 juni 2008 och omfattar 390 bolag noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm, First North och NGM Equity.

Studien visar att införandet av incitamentsprogram ökar i de svenska bolagen. I en jämförelse mellan första halvåret 2007 och 2008 hade införandet av incitamentsprogram ökat från 24 % till 30 % under första halvåret 2008. Detta är även den högsta registreringen som är gjord under studiens sjuåriga historia. Man kan också se att det ställs högre krav på prestation för att programmen skall ge utdelning. Av de nyinstittade program där deltagarna får optioner eller aktierätter gratis villkorades 59 % av någon form av prestation. Detta är en ökning från tidigare år.

²⁰³ ABL 16 kap 1 §.

²⁰⁴ Svensk kod för bolagsstyrning punkt 9.2.

Den största ökningen av incitamentsprogram står aktieprogrammen för. Andelen aktieprogram (aktiebonus- och aktiesparprogram) har jämfört med 2007 ökat från 19 % till 25 %. Teckningsoptioner är emellertid fortfarande vanligast förekommande och står för 39 % av de nya program som tecknas. Andelen personaloptionsprogram har minskat från 28 % till 13 %. Gällande utformningen av programmen kan man se att komplexiteten ökar. Det införs specialiserade program för nyckelpersoner, ofta med mycket precisa prestationsvillkor. Enligt Magnus Lidén, ansvarig för rådgivningen kring incitamentsprogram vid Öhrlings PricewaterhouseCoopers finns stor kreativitet bland företagen, och nya typer av program dyker upp varje år.²⁰⁵

I en undersökning utförd av KPMG 2007 och som besvarades av 217 av de 270 registrerade bolagen på OMX Nordic Exchange Stockholm fann man att konvertibler var den minst vanlig vid utformningen av incitamentsprogram.²⁰⁶ Att konvertibler är minst populära kan ha sin förklaring i att ett sådant program förutsätter att den anställda lånar ut pengar till bolaget.²⁰⁷

5.8 Amerikansk lagstiftning om ersättning till ledande befattningshavare

Som huvudregel gäller, vilket ovan nämnts under 3.4.4 att styrelsen kan besluta i de flesta frågor som rör bolaget. Först då det rör stora förändringar i bolaget, eller då oberoende aktieägares godkännande krävs för att ett beslut skall anses omfattas av business judgment rule hänskjuts frågor till aktieägarna.

Delaware General Corporation Law, liksom den federala *Model Business Corporation Act*, ger bolaget utrymme att försäkra sig om sina ledande befattningshavares trofasthet genom att utforma incitamentsprogram för dessa.²⁰⁸

Lagen låter bolagens styrelse ansvara för framtagning och utformning av

²⁰⁵ Öhrlings PricewaterhouseCoopers *Incitamentsprogram allt vanligare i börsbolagen*.

²⁰⁶ KPMG, *Nya incitamentsprogram vanligast bland börsens hälsovårdsföretag – personaloptioner populärast*.

²⁰⁷ Borg s 99.

²⁰⁸ DGCL section 141 (d).

incitamentsprogram för anställda och ledande befattningshavare.²⁰⁹ Förutsatt att inget annat föreskrivs i bolagsordningen får styrelsen själva besluta om sin kompensation och delegera åt en ”officer” att utforma optionsprogram åt både anställda och befattningshavare. Denne får emellertid inte besluta om sådant program för egen räkning.²¹⁰

5.8.1 Processuella regler kring kompensation åt ledande befattningshavare

I USA regleras frågor om kompensation till ledande befattningshavare på flera olika ställen. Själva beslutsfrågan behandlas i *Internal Revenue Code*, den amerikanska skattelagstiftningen. Dessutom finns det omfattande reglering om hur kompensationsmodellerna skall redovisas för allmänheten. Aktieägarna ses som den primärt skyddsvärda intressegruppen i förhållande till aktiemarknadsbolaget och den metod som anammats av den federala lagstiftaren är transparens och tillkännagivande av information.²¹¹

I USA reglerade man för första gången om kompensation till ledande befattningshavare i *Securities Act* och *Securities Exchange Act* redan på 30-talet. Dessa bestämmelser krävde tillkännagivande av bolagens kompensation till vissa ledande befattningshavare. Sedan dess har SEC förändrat och förbättrat kommunikationen av kompensationsmetoder mellan bolagen och allmänheten, bland annat genom att kräva en genomgång av kompensationen till ledande befattningshavare i det så kallade proxy statement.²¹² Vidare skall all information kring kompensationsprogram för ledande befattningshavare tillkännages, och SEC har försökt ge bestämmelsen så pass stor flexibilitet att den även kan omfatta nya sorters kompensationsmodeller som kan bli aktuella i framtiden.²¹³ Den största förändringen är emellertid den *Compensation Discussion and Analysis (CD&A)* som bolagsledningen varje år måste presentera för SEC, där bolagets kompensationsprogram skall gås igenom och motiveras.

²⁰⁹ DGCL sections 141 (h) & 157 (c).

²¹⁰ DGCL section 157 (c).

²¹¹ Roberts, Swanson & Jill s 8.

²¹² *Executive compensation and related person disclosure*, US Securities and Exchange Commission, s 10.

²¹³ A a s 11.

5.8.1.1 Compensations Discussion and Analysis

Till skillnad från en Compensation Committee Report skall varje CD&A komma SEC tillhanda genom ”filing” och inte genom ”furnishing”. Detta medför att bolagsledningen måste tillse att CD&A är helt komplett och korrekt eftersom en ”filing” sker under personligt ansvar.²¹⁴ Syftet med CD&A är att tillhandahålla information om kompensationsplanerna för ledande befattningshavare. En CD&A skall jämföra kompensationen med de två föregående åren, beskriva kompensation av incitamentsprogramskarakteristik samt behandla pensionsprogram för ledande befattningshavare.²¹⁵ Genom CD&A skall läsaren få tillräcklig information om frågor som syftet med bolagets kompensationsplaner, vad som skall kompenseras, hur kompensationerna har utformats och hur de värderas av bolaget.²¹⁶

5.8.1.2 Certifiering av rapporter

En viktig förändring efter ikraftträdandet av SOX är den verkställande direktören och chefsekonomens ansvar för finansiella rapporter. I varje finansiell rapport skall dessa intyga att de båda (eller alla, om det är flera personer som innehar dessa poster) har läst igenom rapporten, att den inte innehåller några felaktigheter och att den ger en korrekt återgivning av bolagets finansiella situation. Den verkställande direktören och chefsekonomen skall inte kunna gömma sig bakom anställdas misstag om en rapport inte är korrekt utan ansvarar för att det finns en fullgod intern kontroll för sammanställning av finansiella rapporter.²¹⁷

Den finansiella rapporteringen och intygandet av dess korrekthet sker under straffansvar för den verkställande direktören och chefsekonomen.²¹⁸ Dessutom finns det ekonomiska incitament för att sköta rapporteringen. Den verkställande direktören och chefsekonomen är ofta kompenserade för sitt arbete, förutom med lön, genom olika incitamentsprogram och bonusmöjligheter. Denna kompensation

²¹⁴ *Executive compensation and related person disclosure*, US Securities and Exchange Commission s 12; SOX sections 302 & 906.

²¹⁵ *Executive compensation and related person disclosure*, US Securities and exchange commission, s 13.

²¹⁶ A a s 28.

²¹⁷ SOX section 302.

²¹⁸ SOX sections 802 & 906.

bygger vanligtvis på bolagets finansiella situation och utveckling, vilket skall framgå av de finansiella rapporterna. Det kan därför ”löna sig” att godkänna felaktig rapportering och därmed öka sin egen kompensation. För att undvika en sådan situation finns det bestämmelser som säger att om den finansiella rapporten inte motsvarar vad som intygas medför detta att den verkställande direktören och chefsekonomen skall återbetala eventuell bonus och incitamentsbaserad ersättning till bolaget.²¹⁹ Denna reglering har sin grund i en tiopunktsplan som president Bush tog fram som en reaktion på de skandaler som föranledde SOX och innebär att ledande befattningshavare inte skall kunna profitera på sina egna felaktiga rapporter.²²⁰ Bestämmelsen har emellertid inte fått så stort genomslag som hade hoppats, då domstolspraxis fastslagit att krav på återbetalning av bonus och annan kompensation endast kan ställas av SEC och inte av fysiska eller juridiska personer.²²¹

5.8.2 Internal Revenue Code

Ett publikt bolag kan enligt *Internal Revenue Code* (IRC) §162(m) dra av kostnader för kompensation till vissa ledande befattningshavare med högst 1 000 000 USD per taxeringsår och personer. De ledande befattningshavare vars kompensation träffas av bestämmelsen är den verkställande direktören samt de fyra högst avlönade befattningshavarna, bortsett från denna. Om ersättningen till dessa personer överstiger 1 000 000 USD per person och taxeringsår ses det överstigande beloppet som en icke avdragsgill kostnad för bolaget. I beloppet skall all ersättning som den ledande befattningshavaren har mottagit under taxeringsåret ingå, oavsett om den består i pengar eller inte.

Den enda möjligheten för ett publikt bolag att kompensera sina ledande befattningshavare med mer än 1 000 000 USD per taxeringsår är att göra ersättningen prestationsbaserad. Dessutom måste förfarandet kring

²¹⁹ SOX section 304.

²²⁰ *President's ten-point plan to improve corporate responsibility and protect America's shareholders.*

²²¹ Första gången detta prövades var i *Neer v. Pelino*, 389 F.Supp.2d 648 (E.D.Pa.,2005) där domstolen tolkar Kongressens avsikter med Sarbanes-Oxley och kommer fram till att ”[b]ecause Congress explicitly created a private right of action in Section 306 and did not do so in Section 304, the natural inference is that Congress did not intend to create a private right of action in Section 304. *Expressio unius est exclusio alterius*”.

kompensationen uppfylla vissa krav. Prestationskraven skall vara fastställda av bolagsstyrelsens kompensationskommitté vilken uteslutande skall bestå av oberoende styrelseledamöter. Dessa krav skall sedan godkännas av en aktieägarmajoritet, tillsammans med vilken sorts belöning som är förenat med kraven. Innan någon kompensation kan tilldelas de ledande befattningshavarna skall kompensationskommittén slutligen intyga att prestationskraven har uppfyllts.²²²

5.8.3 Andra normer på den amerikanska aktiemarknaden

Den amerikanska aktiemarknaden är högre grad än den svenska självreglerad. Det finns lagstiftning, framför allt de senaste årens tillskott av federala regler, men på vissa områden motsvarar dessa inte omfattningen av det svenska regelverket. Exemplet med borgenärsskydd är talande för detta. De regler som finns på den amerikanska aktiemarknaden, lagreglering eller handlingsnormer, är ändamålsenliga för den amerikanska marknaden. Eftersom det inte finns ett detaljerat regelverk inom aktiemarknadsrätten och bolagsrättens områden har alternativa normgivare fått större gehör. Intresseorganisationer, affärsorganisationer, akademiska samfund och NGOs påverkar i hög grad dessa normer.

5.8.3.1 American Law Institute

American Law Institute (ALI) är en intresseorganisation med syfte att förenkla den amerikanska *common law* och göra den mer föränderlig. På bolagsrättens område arbetar institutet med att öka allmänhetens, lagstiftarens och juristernas förtroende för aktiebolagsformen, och ligger bakom lagstiftningsprojekt som Model Penal Code och Uniform Commercial Code.²²³ ALI *Principles of Corporate Governance* behandlar frågan om ersättning till ledande befattningshavare under § 5.03.²²⁴ Den ledande befattningshavaren som mottar ersättningen anses ha uppfyllt kraven för *fair dealing* om ersättningen godkänts av oberoende styrelseledamöter eller aktieägare enligt business judgment rule och i

²²² IRC section 162(m)(C).

²²³ American Law Institute.

²²⁴ American Law Institute *Principles of Corporate Governance* volym I s 245 f.

övrigt är rimlig. ALI vill inte lägga några värderingar i hur ersättningen utformas, så länge som den följer sådan utformning och nivå som är vanlig i branschen och är i företagets bästa intresse.²²⁵

5.8.3.2 Business Roundtable

Lobbyorganisationen Business Roundtable är en sammanslutning av verkställande direktörer i amerikanska bolag, som tillsammans står för en tredjedel av värdet på de amerikanska börserna.²²⁶ Business Roundtable har publicerat ett antal principer gällande utformandet av belöningsystem för företagsledningen.

Business Roundtable menar att väl utformade kompensationsprogram är ett starkt konkurrensmedel för att fånga de bästa företagsledarna och därmed stå sig i konkurrensen med andra företag. Det är emellertid mycket viktigt att kompensationen är relaterad till prestation och att den är motiverad ur ett långsiktigt aktieägarintresse. De menar att aktiebaserad kompensation är det bästa sättet att uppnå detta krav. För att mäta företagsledningens prestation skall inte endast aktiekursens utveckling användas utan även andra faktorer så som vinstutdelning, arbetstagarrelationer, kundkontakter och produktkvalitet. Det är viktigt att företagets investerare är medvetna om vilka faktorer som styr utfallet av ett incitamentsprogram, vilket sker genom företagets CD&A.

Vidare anser Business Roundtable att förslag till incitamentsprogram skall framtas och beslutas av en kompensationskommitté, vars medlemmar skall vara oberoende. De menar också att bolaget skall kräva att ledande befattningshavare i företaget investerar i inte obetydlig omfattning i företagets aktier, för att deras intressen skall sammanfalla med övriga aktieägares. Detta investeringskrav bör kombineras med krav på hur länge dessa personer skall behålla sitt innehav. Business Roundtable anser dessutom att det är avgörande med transparens och förståelse för företagets kompensationsprogram, för aktieägare men även för andra intressenter.²²⁷

²²⁵ American Law Institute *Principles of Corporate Governance volym I* s 248.

²²⁶ Busienss Roundtable.

²²⁷ Business Roundtable *Executive Compensation – principles and commentary*.

5.9 Institutionernas syn på incitamentsprogram

Nedan följer en mindre sammanställning av hur några institutionella ägare samt ISS ställer sig i frågan om aktierelaterade incitamentsprogram som lösning på agentproblematiken samt hur de förhåller sig i en röstningssituation om införande av ett incitamentsprogram på en bolagsstämma. Vi har valt att titta närmare på tre av de större och mer aktiva svenska institutionerna, närmare bestämt Första AP-fonden, Robur Fonder och Nordea Kapitalförvaltning. Från den amerikanska sidan har vi som nämnts valt konsultfirman ISS.

5.9.1 Första AP-fonden

De allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) ingår i ålderspensionssystemet. AP-fonderna förvaltar det fonderade kapital som ingår i inkomstpensionssystemet och dessutom en andel av det fonderade kapital som ingår i premiepensionssystemet. Första, Andra Tredje och Fjärde AP-fonderna har samma uppdrag, att förvalta globala portföljer av aktier, obligationer och andra räntebärande papper. Sjätte AP-fonden har ett specialiserat uppdrag att investera en mindre del av pensionssystemets fonderade kapital i små och medelstora onoterade bolag. I denna sammanställning har vi valt att titta närmre på Första AP-fondens inställning till incitamentsprogram eftersom detta är ett av de fondbolag som investerar i börsbolag. Första AP-fonden är dessutom mycket aktiv i sin ägarroll. Under 2006 deltog de på i princip alla bolagsstämmor i de svenska bolag som de har investerat i. Fonden har dessutom fört diskussioner om bland annat incitamentsprogram med styrelseordförande i knappt hälften av de bolag som fonden äger aktier i. I Tele 2 och Swedish Match har fonden röstat emot styrelsens förslag till incitamentsprogram. Förutom detta var Första AP-fonden representerad i tre valberedningar inför bolagsstämmorna 2006.²²⁸ Även under 2007 deltog fonden på i stort sett samtliga bolagsstämmor där de äger aktier och förde diskussioner med valberedningar och styrelseordförande i svenska portföljbolag, bland annat angående föreslagna incitamentsprogram.²²⁹

²²⁸ 2007/2008:FiU6 s 12.

²²⁹ Regeringens skrivelse 2007/08:130 s 64.

5.9.1.1 Policy

Första AP-fonden tar i sin policy upp möjligheten att med långsiktiga aktierelaterade incitamentsprogram få aktieinnehavarnas och de ledande befattningshavarnas intressen att sammanfalla. De ser detta som syftet med programmen samtidigt som de ser en möjlighet att ge en totalersättning till anställda som internationellt sett är konkurrenskraftiga. Denna totala ersättning skall vara marknadsmässig och skälig. Bedömningen av vad som skall anses utgöra marknadsmässighet i ett incitamentsprogram måste därför göras i relation till övriga delar i ersättningen. Vidare är fonden positiv till att all personal äger aktier i bolaget. Första AP-fonden har ställt upp ett antal punkter där det anges vad som de anser krävs för att programmet skall ha avsedd verkan. Programmet skall vara del av en långsiktig ersättningsstrategi, (1). Det skall krävas en i förväg bestämd, tydlig och mätbar prestation för att få tilldelning från incitamentsprogrammet. Denna prestation skall i huvudsak vara kopplad till hela företagets lönsamhet. Prestationen måste dessutom kommuniceras till aktieägarna, (2). Eftersom företaget genom incitamentsprogram ikläder sig en risk för prisrörelser på den egna aktien skall information om hur bolaget avser att hantera denna risk och kostnader ges till bolagsstämman inför beslutet, (3). Då det gäller optionsprogram anser Första AP-fonden att sådana incitamentsprogram skall vara relativa, (4). Med relativa menas att aktieutvecklingen på företagets aktier skall relateras till den allmänna börsutvecklingen, aktieutvecklingen i branschen eller aktieutvecklingen för utvalda konkurrenter. I de fall programmen inte är relativa skall en övre begränsning i programmets värde finnas, (5). Som underlag för beslut om kommande program skall en utvärdering av kostnader och effekter av tidigare genomförda incitamentsprogram användas. Denna utvärdering skall göras ur ett aktieägarperspektiv och presenteras för ägarna, (6). Första AP-fonden menar att incitamentsprogrammen måste genomlysas till fullo samt förankras hos ägarna innan de tar beslut på stämman.²³⁰

²³⁰ Första AP-fonden *Ägarpolicy* s 5.

5.9.2 Robur Fonder

Robur Foder AB är ett helägt dotterbolag inom Swedbank AB (publ.) och har som uppdrag att förvalta investeringsfonder. Robur är en av Sveriges största kapitalförvaltare och därmed också en av de största aktieägarna på Stockholmsbörsen.²³¹

5.9.2.1 Policy

Att öka strävan hos anställda att skapa aktieägarvärde ligger i aktieägarnas intresse. Robur Fonder menar därför att väl avvägda incitamentsprogram är positiva. Enligt Robur skall incitamentsprogram vara skäligen och inte utmanande från aktieägarsynpunkt. I tveksamma fall rörande skäligheten av ett programs utformning anger man att yttrande från Aktiemarknadsnämnden kan behöva inhämtas. Incitamentsprogram skall utformas så att de främjar ett långsiktigt ägande av aktier. Vidare skall tilldelning i incitamentsprogram normalt baseras på en tydligt definierad motprestation, antingen i form av egeninvestering eller i form av måluppfyllelse. Målen skall vara kvantitativa, transparanta och kommunicerade i förväg till de anställda och så långt det är möjligt och i rimlig utsträckning öppet redovisas för aktieägarna. Man förordar att kostnader förknippade med incitamentsprogram framgår som en kostnad i bolagens resultaträkning. I en förankringsprocess med aktieägare skall styrelsen avsätta tillräckligt med tid för att inhämta ägarnas synpunkter på utformningen av programmet. För Robur är utgångspunkten att incitamentsprogram skall omfatta en vidare krets av anställda i ett bolag och inte enbart företagsledningen. De anser det viktigt att aktieägare i bolaget får utförlig information om incitamentsprogrammets utformning och utveckling samt om konsekvenserna i form av bland annat utspädningseffekter, effekter på viktiga nyckeltal och kostnader för bolaget. Information skall ges inför bolagsstämman som skall besluta om incitamentsprogram och löpande i bolagets årsredovisning.²³²

²³¹ Robur Ägarpolicy s 1.

²³² Robur Ägarpolicy s 5 f.

5.9.3 Nordeas Fonder

Nordeas Fonder förklarar själva att de erbjuder ett komplett utbud av fonder med olika inriktningar för alla behov. Förvaltarteamen uppges förvalta fonderna aktivt med målet att genom god riskspridning långsiktigt uppnå en värdetillväxt som överstiger jämförelseindex. Nordeas fonder är den nionde största svenska ägaren på OMX Nordic Exchange Stockholm. Syftet med att verka i rollen som aktiv ägare är att säkerställa god långsiktig utveckling i de företag som Nordeas fonder investerar i.²³³

5.9.3.1 Policy

Nordeas fonder är positivt inställt till incitamentsprogram som i hög utsträckning likställer ledning och anställdas intressen med aktieägarnas. Rätt utformade incitamentsprogram är bra instrument för att skapa ökat värde för aktieägarna. Nordeas fonder menar att ett rätt utformat incitamentsprogram är ett program där deltagaren exponeras mot både uppgång och nedgång i aktiens värde. Programmet bör dessutom ha en tydlig koppling till prestation på såväl individ som företagsnivå samt syfta till ett långsiktigt ägande av aktier. Om tydliga verksamhetsrelaterade mål eller tydliga och relevanta referensmått uppnåtts menar Nordeas fonder att incitamentsprogram kan resultera i aktier eller optioner till ledning och anställda. Nordeas fonder anser att aktier utgör en viktig komponent i incitamentsprogram. Förslag till incitamentsprogram som baseras på aktier eller aktierelaterade instrument i onoterade dotterbolag skall undvikas. Aktierelaterade incitamentsprogram bör baseras på det noterade moderbolagets aktier för att ledning och anställdas intressen i så hög utsträckning som möjligt skall likställas med aktieägarnas. Bolagets styrelse bör årligen utvärdera hur befintliga incitamentsprogram svarar mot sina syften och redovisa denna utvärdering för aktieägarna

Bolagsstämman skall ta beslut om alla ärenden som kan antas ha materiell betydelse för aktieägarna även om detta enligt lag inte krävs. I detta innefattas både incitamentsprogram som innebär utspädning och syntetiska instrument som

²³³ Nordea *Ägarstyrning i Nordeas fonder i Sverige*.

inte innebär utspädning men som är relaterade till aktiekursen och som saknar begränsning i absoluta tal vad avser kostnad.²³⁴

5.9.4 Sammanfattning över svenska institutionella ägare

Nedan skall en sammanfattning göras av de vanligast förekommande kraven som de svenska institutionella ägarna ställer på företagen avseende incitamentsprogram och dess utformning. Listningen har baserats på ovan beskrivna policies.

Det är tydligt är att de svenska institutionella ägarna ser positivt på incitamentsprogram som ett verktyg att smälta samman ledande befattningshavares intressen med aktieägarnas. För att detta mål skall uppfyllas krävs dock att programmen är ”rätt” utformade. För att programmet skall få rätt utformning tycks dessa punkter/krav vara bland de viktigaste:

- Programmet skall utformas så det främjar ett långsiktigt aktieäggande
- Den totala ersättningen skall vara marknadsmässig och skäligen
- Programmet skall ha en tydlig koppling till prestation
- Aktieägarna skall få utförlig information om konsekvenserna av programmet
- Tillräcklig tid skall avsättas för att förankra programmet hos aktieägarna

5.9.5 ISS

Precis som tidigare redogjorts för är ISS en konsultfirma specialiserad på rådgivning i ägarfrågor till institutionella investerare. ISS rekommenderar sina institutionella kunder hur de skall rösta i olika frågor på bolagsstämmor runt om i världen. Ett stort antal institutionella ägare anlitar ISS för rådgivning i hur de skall rösta vilket ger ISS ett stort inflytande på företagsnivå, men givetvis är det i slutändan upp till aktieägarna själva att besluta hur de skall rösta.

²³⁴ Nordeas fonder *Riktlinjer för ägarstyrning* s 6 f.

För att få en viss kunskap i vart ISS står i frågan om incitamentsprogram skall nu på ett övergripande plan ISS globala riktlinjer på ett gås igenom. RiskMetrics har uttalat att man i deras 2008 års policyuppdateringar kan se ett ökat informationskrav på kritiska bolagsstyrningsfrågor.²³⁵ Man vill driva företagen till att förbättra transparenzen för aktieägarna. De riktlinjer vi tittat på är generella, ISS har utöver dessa policies även lands- och marknadsspecifika policies men dessa riktlinjer är inte officiella. ISS gör alltid en case-by-case bedömning men denna är vägled, bland annat, av nedan angivna riktlinjer.

5.9.5.1 ISS International Corporate Governance Policy

I sin internationella bolagsstyrningspolicy, som används av ungefär 60 % av ISS klienter finns generella regler gällande kompensation till ledande befattningshavare.²³⁶ Dessa anger att incitamentsprogram skall utformas genom att präglas av kärnvärdena:

- Incitamentsprogram skall vara prestationsbaserad och ge ett långsiktig aktieägarvärde (*Maintain appropriate pay-for-performance alignment with emphasis on long-term shareholder value*)
- Arrangemang som ge utfall även för utebliven prestation eller misslyckanden skall undvikas (*Avoid arrangements that risk "pay for failure"*)
- Bolaget skall ha en oberoende och effektiv kompensationskommitté (*Maintain an independent and effective compensation committee*)
- Aktieägarna skall ges en tydlig och utförlig redogörelse av programmets utformning (*Provide shareholders with clear, comprehensive compensation disclosures*)
- Undvikande av opassande kompensationer till icke ledande befattningshavare (*Avoid inappropriate pay to non-executive directors*)

Dessa principer används tillsammans med kompletterande marknadsspecifika krav för olika länder eller regioner. ISS anger i ett särskilt avsnitt om Sverige och Norge hur man ställer sig i frågan om machningsaktieprogram. Från 2007 till 2008 har man sänkt kraven på tilldelningsgrad av aktier. År 2007 sade policyn att

²³⁵ RiskMetrics Group Releases 2008 Corporate Governance Policies.

²³⁶ RiskMetrics Group International Corporate Governance Policy.

man accepterade alla rättighetsarrangemang på 1:2 (vilket ger rättighetsinnehavaren en gratis aktie per varje två aktier som förvärvats till marknadspris). Som högst accepterade proportion angav man 1:1 förhållande (en ny aktie för varje aktie inköpt till marknadspris). För att ett sådant program skulle accepteras krävdes emellertid att det fanns skäl som rättfärdigade denna generösare tilldelning. Eftersom alla tilldelningsarrangemang på 1:1 accepterades av ISS under 2007, på grund av det fanns skäl som rättfärdigade en sådan tilldelningskvot, valde man i den uppdaterade policyn att acceptera alla breda matchningsaktieprogram med en 1:1 tilldelning. Man uppger att man även fortsättningsvis kommer att kräva att alla matchningsaktieprogram har en innehavandeperiod (*vesting*) på två till tre år samt att investeringen skall göras till marknadspris. En innehavandeperiod, som innebär en typ av förfoganderättsinskränkning över instrumentet, innebär att den anställde måste inneha aktierna under en viss period. Det krävs dessutom att innehavaren är fortsatt anställd på företaget vid innehavandeperiodens utgång för att aktien skall kunna avyttras. Man framför dessutom krav på att utspädningen, av alla program sammantaget, inte överstiger ISS riktlinjer. Vidare anges att ett tillräckligt utmanande prestationsvillkor ställs upp, då det gäller program för ledande befattningshavare (executives). Ju högre rabatt desto högre ställda prestationskrav krävs. Prestationskrav kan generellt sägas handla om uppfyllandet av olika finansiella mål och delmål. Det handlar alltså inte bara om att öka aktiekursen. För de matchningsaktieprogram som inte innehåller något prestationskrav fordras att aktierna inhandlas till marknadspris.²³⁷

5.9.5.2 ISS Taft-Hartley Advisory Services Guidelines

ISS har publicerat Taft-Hartley Advisory Services Guidelines, vilka är ett alternativ till ISS International Corporate Governance Policy. Ungefär 40 % av ISS klienter har valt att inte tillämpa ISS International Corporate Governance Policy utan använder sig istället av exempelvis skräddarsydda policies, policies för uppfyllande av Corporate Social Responsibilities eller Taft-Hartley Advisory Services Guidelines. Denna policy innehåller guidning i en mängd olika frågor och speciellt anpassad till förvaltare av Taft-Hartleyfonder, men det är inte bara

²³⁷ RiskMetrics Group *ISS Governance Services, International Corporate Governance Policy* s 10.

dessa som använder policyn utan det finns andra förvaltare som väljer att följa den. Taft-Hartley Advisory Services guidelines överensstämmer med Taft-Hartley guidelines som sätts utav amerikanska fackförbund. Dessa reglerar hur Taft-Hatleyfonderna skall förvaltas, se 4.2.2. Vi skall här endast titta närmare på riktlinjerna för incitamentsprogram. Inledningsvis sägs att de flesta länder inte har lika omfattande informationskrav då det gäller ersättningar som man har i USA. Därför används en enklare metodik på icke-amerikanska bolags förslag på ersättning men man anger att man ändå har lika högt ställda krav på att maximera aktieägarvärdet i icke-amerikanska bolag. Incitamentsprogram blir allt vanligare och det är av högsta intresse för aktieägarna att få tal del av strukturen på dessa program. Taft-Hartley Advisory Services stödjer generellt program som innebär långsiktigt aktieägarvärde, uppmuntrar till att anställdas innehar aktier i företaget samt i stort sammanfogar anställdas intresse med aktieägarnas.²³⁸

Taft-Hartley Advisory Services motsäger sig alla aktieoptionsprogram till ledande befattningshavare som sätts under marknadspris och som inte innehåller någon typ av förfoganderättsinskränkingsperiod (*vesting period*), så som krav på innehavandeperiod och prestationskrav, eftersom dessa program inte ger det incitament som man med instrumentet åsyftar, utan tvärtom ger incitament till att sälja aktierna för att framkalla en direkt vinst. Ett sådant program liknar en kontant bonus.²³⁹ Eftersom målet med ett aktieoptionsprogram är att knyta anställdas ersättning till företagets positiva utveckling och hålla dem kvar på bolaget anger man att program som inte innehåller tillräckligt krävande prestationskrav eller inte har en treårig innehavandeperiod kommer att rekommenderas att rösta nej till. Man menar att prestationskraven och innehavandeperioden är viktiga överväganden.²⁴⁰ Taft-Hartley Advisory Services är dessutom emot program som ger styrelsen möjlighet att vid en fallande aktiekurs sätta ned optionerna eftersom detta minskar incitamentet att arbeta för att öka aktiekursen.²⁴¹

²³⁸ ISS Governance Services, Taft-Hartley Advisory Services *Global proxy voting statement & guidelines* s 44.

²³⁹ A a s 45.

²⁴⁰ A a s 46.

²⁴¹ A a s 47.

När det gäller syntetiska optionsprogram accepterar man dessa eftersom de ger incitament till att öka bolagets värde. Men på ett principiellt plan tycker man egentligen inte om denna optionsform eftersom den inte resulterar i ett ägande av aktier. Man anser dock att incitamentet är tillräckligt stort för att överväga den negativa konsekvensen att programmet inte syftar till att den anställde till slut blir aktieägare i bolaget.²⁴²

Taft-Hartley Advisory Services menar att aktierelaterade incitamentsprogram (share incentive plans) knyter anställdas ersättning direkt till företagsprestation (company performance). Aktierelaterade program ger deltagarna kostnadsfri tilldelning av aktier i proportion till de förbestämda prestationskriterier som utarbetats av bolaget. Man säger att det vanligtvis handlar om förtjänst per aktie mätt mot inflationen eller total avkastning. Aktierelaterade incitamentsprogram är ofta utformade med strikta förfoganderättsinskränkningsvillkor, där deltagarna inte under åtminstone tre år är berättigade tilldelningen av aktierna. Många program är utformade på en glidande skala där en andel av den totala mängden tilldelas deltagaren i takt med att vissa delmål uppnås. Prestationskrav endast uppnådd till en viss grad kan ge utbetalning i form av till exempel 25 % av totalt antal aktier. Fullständigt uppfyllande av de finansiella målen berättigar således deltagaren till 100 % av tilldelningen. ISS menar att utifrån ett aktieägarperspektiv är detta gradindelade system positivt.²⁴³

Bedömningen av aktierelaterade incitamentsprogram görs i stort sätt på samma basis som bedömningen av optionsprogram. Nyckelfaktorer för bedömningen till en positiv rekommendation av programmet är att utspädningseffekten är acceptabel och att administreringen har skötts på ett sakligt vis av dem som är behöriga att göra den. Tillräckliga prestationskriterier och innehavandeperioder väger tungt för bedömningen av om ett program skall kunna gå igenom eller inte.²⁴⁴

²⁴² ISS Governance Services, Taft-Hartley Advisory Services *Global proxy voting statement & Guidelines* s 48.

²⁴³ A a s 49.

²⁴⁴ A a s 49.

5.10 Svenska institutionella ägare jämfört med ISS

Genom dessa redogörelser och sammanställningar kan vi se att de policies som de svenska institutionella ägarna publicerar är mer oprecisa och öppna än vad ISS olika policies är. Kärnvärdena tycks emellertid vara i stort sett detsamma. ISS redogör inte för alla tänkbara scenarios men de redogör för olika typer av programstrukturer och detta gör att kraven på utformningen framgår tydligare. Eftersom policyerna är utformade på olika sätt är det svårt att göra någon utvärdering av i vilka frågor de svenska institutionerna och ISS skulle skilja sig åt. I vår kontakt med olika sakkunniga har vi dock kunnat urskönja att ISS är striktare i sina formkrav än vad svenska institutionella ägare är.

5.10.1 ISS påverkan på svenska incitamentsprogram

Under vårt utredningsarbete har vi tagit kontakt med Christina Lindberg och Stefan Sundell på Nordeas Corporate Finance avdelning.²⁴⁵ De arbetar dagligen med att utforma incitamentsprogram åt bolag som köper in deras tjänster. Vi har dessutom kontaktat Karin Lindh Ithuralde på ISS för att ge även dem en möjlighet att ge sin syn på incitamentsprogram och sitt eget agerande.²⁴⁶ Eftersom ISS är en aktör som har inflytande på en stor del av ägarna i många bolag är det viktigt att incitamentsprogrammen håller sig inom ramen för ISS riktlinjer. Hålls inte ett nära samarbete med ISS finns det en stor risk att förslaget röstas ned på bolagsstämman, detta vill man givetvis undvika.

Syftet med samtalen var att från ett klient- och konsultperspektiv få uppgifter om varför, på vilket sätt och till vilken grad ISS styr utformningen av incitamentsprogram i svenska bolag.

5.10.2 ISS i förhållande till svenska institutionella ägare

Man kan fråga sig hur kraven på programmen skulle ha sett ut om ISS inte funnits. Lindberg och Sundell menar att om inte ISS hade varit med i bilden skulle förmodligen någon annan svensk institutionell ägare ha tagit ansvaret att utöva

²⁴⁵ Lindberg, Christina & Sundell, Stefan, Nordea Corporate Finance, muntligen, 08-11-07.

²⁴⁶ Lindh Ithuralde, Karin, Risk Metrics Group/ISS Governance Services, telefonsamtal, 08-12-12.

den strikta bolagsstyrning som ISS gör nu. De menar att detta har med free rider-effekten att göra. Som det ser ut idag finns det ingen anledning för någon annan institutionell ägare att lägga energi och pengar på något som ISS redan gör, såvida man anser att styrningen görs i tillräcklig utsträckning.

En annan intressant aspekt är också om det är någon skillnad på kraven som ISS ställer och de policykrav som svenska institutionella ägare har. Lindberg och Sundell menar att det är så, de upplever att ISS ställer hårdare krav och är mer formalistiska i sina krav än vad svenska institutionella ägare gör. Lindh Ithuralde instämmer i att ISS är striktare på vissa punkter i incitamentsprogrammen än de svenska institutionerna. Som exempel kan nämnas att ISS klart motsätter sig breda matchningsaktieprogram som är förmånligare än en tilldelning på 1:1 och ledningsprogram baserade på optioner eller aktier där lösenpriset ligger under 100 % av aktiepriset utan att prestationskraven är offentliggjorda. Lindh Ithuralde menar att om en bolagsledning har klarat av att uppnå tillräckligt hårda prestationskrav kan det vara befogat med en hög rörlig kompensation. Att ersättningsnivåerna som traditionellt tillåtits av ISS klienter kan vara väsentligt högre än de svenska kan också ha sin förklaring i att de amerikanska ersättningsnivåerna ligger högre än de svenska. Med tanke på den nuvarande finansiella krisen är det dock mycket möjligt att många amerikanska klienter till ISS kommer att ändra sin inställning till hög rörlig ersättning. ISS fokuserar på kompensationskrav och röstvärdesutspädning vid utformningen av incitamentsprogram, snarare än den ekonomiska kostnaden för bolaget och dess aktieägare, som de svenska institutionerna tycks fokusera på. Svenska institutionella ägare inte är lika strikta som ISS, utan är enligt Lindberg och Sundell mer tillåtande. Svenska institutionella ägare godtar i mycket större utsträckning styrelsens motiveringar och kan rösta ja till ett program trots ovissheter, såvida dessa ovissheter kan redas ut i efterhand. I annat fall kan man godta programmet på nåder men ange att programstrukturen måste ändras på nästkommande program. Lindberg och Sundell upplever att svenska institutionella ägare har mer förtroende för styrelsen än vad ISS har. Lindh Ithuralde håller med i detta.

En annan iakttagelse av Lindberg och Sundell är att ISS ställer mycket höga krav på informationsgivningen och då denna skall ske. Om ISS har ett krav på att incitamentsprogrammet skall redovisas ett visst datum och att detta datum ej kan hållas är enligt Lindh Ithuralde risken stor att rekommendationen till ägarna blir att rösta emot förslaget. ISS behöver ha informationen minst tre veckor innan bolagsstämman. På samma vis accepterar de inte att detaljer i programmen blir utredda i efterhand eller ett icke fullständigt programförslag i kallelsen till bolagsstämman. Det är på detta vis Lindberg och Sundell upplever ISS som mer formalistiska och tuffare än de svenska institutionella investerarna. Lindh Ithuralde menar att de hårda kraven på när information skall göras tillgänglig för aktieägarna är en förutsättning för att de utländska aktieägarna skall ha en möjlighet att utöva sin rösträtt på ett optimalt sätt. Fullmaktsutförandet för en utländsk aktieägare är tidskrävande och det är avgörande att informationen hålls tillgänglig i god tid innan bolagsstämman för att ISS skall kunna analysera denna och lämna sin rekommendation. Lindh Ithuraldes uppfattning är att de svenska bolagen har förståelse för detta och att det därför sällan innebär ett problem.

5.10.3 ISS styrningsmöjlighet

Att incitamentsprogram får medhåll på stämman är av stor vikt eftersom man vill uppnå de syften som programmet har. Tanken men incitamentsprogram är, som redan uppmärksammats, av betydelse för att på ett tydligare sätt sammankoppla ledande befattningshavares mål med aktieägarnas. På detta sätt utvecklar man en bättre ledning och därmed också ett bättre bolag. Detta leder dessutom i det långa loppet till en bättre samhällsekonomi. På grund av att vi i Sverige har Leo-lagen och därmed höga majoritetskrav, kan det emellertid vara svårt att få igenom incitamentsprogram. Att incitamentsprogram röstas igenom är utöver den samhällsekonomiska effekten även viktigt ur en annan aspekt. Det kan ur konkurrenssynpunkt vara viktigt att kunna visa på incitamentsprogram som en del av ersättningspaketet vid nyanställning. I Sverige är detta dock svårt att använda incitamentsprogram som konkurrensmedel eftersom vi inte kan garantera att programmen röstas igenom på bolagsstämman. Det är dock osäkert att säga hur stor betydelse detta har i konkurrenssammanhang gentemot andra europeiska

länder eftersom vi inte vet om programmen i större utsträckning röstas ned i Sverige än i andra europeiska länder.

ISS har ett stort inflytande på sina klienters beteende i röstningssammanhang. På grund av att deras klientbas är stor kan en jakande rekommendation från ISS i många fall vara avgörande för om programmet kommer att röstas igenom på stämman eller inte. Det är därför viktigt att programmen förankras hos ISS och överensstämmer med deras riktlinjer. Innan Ericssons bolagsstämma år 2007 upplevde Lind Ithuralde att det varit svårt att få tillgång till tillräcklig information från bolagen, medan de efter denna ofta självmant ringer upp ISS och vill ha en dialog.²⁴⁷ ISS har blivit en viktig aktör att räkna med på den svenska aktiemarknaden.

²⁴⁷ Lindh Ithuralde, Karin, Risk Metrics Group/ISS Governance Services, telefonsamtal, 08-12-12.

6 Analys

6.1 Varför bolagsstyrning?

Utan aktiebolagsformen skulle vår marknadsekonomi inte på långa vägar ha nått dit den har nått i dag. Att kunna samla investerare utan personligt betalningsansvar i ett bolag har varit avgörande för vår samhällsekonomiska framväxt. Man skulle kunna säga att det är aktiebolagsformen som får de ekonomiska kugghjulen att snurra. Men som så mycket annat här i livet finns det ibland en baksida. Aktiebolagsformen erbjuder förvisso investerare en möjlighet att tillskjuta kapital med förhoppning om framtida utdelning och värdeökningar, men detta sker på bekostnad av minskad kontroll över den investerade förmögenheten. Istället är det ofta externa ledningspersoner som leder aktiebolaget och kontrollerar aktiekapitalet. Redan under 1700-talet, genom den så kallade South Sea Bubble, uppmärksammades problemet med att ge bolagsledningen alltför lösa tyglar när det gäller att styra aktiebolaget. Allt sedan dess har det varit en svårknäckt nöt att lyckas få bolagsledningen att styra aktiebolaget i dess bästa intresse. I 30-talets USA publicerade Berle och Means sitt kända verk *The modern corporation and private property*, där de presenterade sin tes att ett spritt ägande leder till minskad kontroll. Jensen och Meckling spann vidare på detta och myntade på 70-talet agentteorin. Detta satte ord på det problem som så länge existerat inom aktiebolagsvärlden, att en bolagsledning inte alltid agerar i bolaget och aktieägarnas intresse, samt att detta medför kostnader för bolaget, så kallade agentkostnader. Om agentkostnaderna, det vill säga kostnader för dåliga affärsbeslut och kostnader för att minska de dåliga affärsbesluten, blir för höga riskerar investerarnas förtroende för aktiemarknaden att holkas ut. Det har därför varit, och är, angeläget att minska dessa agentkostnader genom att lösa de agentkonflikter som kan uppstå i det moderna företaget. Detta kan bolagsstyrningen råda bot på genom väl utformad övervakning, reglering och incitament till ett ändrat beteende.

6.1.1 USA en viktig aktör inom bolagsstyrningen

USA har länge varit tongivande i bolagsstyrningsdebatten och aktörer på den amerikanska aktiemarknaden har varit tidigt ute med att ställa krav på aktiebolagens bolagsstyrning. Ett exempel på detta är CalPERS som var först ut med en ägarpolicy på 80-talet. Den amerikanska bolagsstyrningsdebatten influerar den europeiska marknaden inte bara för att USA var först ute med att försöka hantera bolagsstyrningsproblematiken utan även eftersom USA är en så pass viktig aktör på den globala marknaden. Amerikanska bolag har stort inflytande även utanför landets gränser, och idag har investerare hela världen som sin marknad. Den svenska aktiemarknaden ägs till en tredjedel av utländska investerare.

6.2 Skillnader i ägarbilden mellan Sverige och USA

Det har alltid funnits stora skillnader i ägarbilden på den svenska och den amerikanska aktiemarknaden. Sverige har en lång tradition av stora, starka ägarsfärer som har kontrollerat stora delar av de svenska aktiemarknadsbolagen. Fram till 90-talet var den svenska aktiemarknaden dessutom stängd för utländska investerare. I Sverige är andelen institutionellt ägande större än i USA, hela 85 % av det svenska börsvärdet ägs av institutioner. Denna typ av ägande ökade dramatiskt i och med pensionsreformen, vilket medförde en större spridning i ägarbilden. Trots detta finns det i stort sett kontrollaktieägare i varje svenskt aktiemarknadsbolag. Det kan emellertid behövas ett samarbete mellan några storägare för att nå denna kontroll. I USA ser ägarbilden inte alls ut på det här viset. Där är ägandet mycket utspritt, och det är svårt att nå ens en aktieägarminoritet genom samarbete. Detta kanske egentligen inte är så konstigt om man ser till skillnaden i befolkningsmängd och därmed potentiella investerare i de båda länderna.

I Sverige, med de starka institutionella ägarna och lättheten att uppnå kontrollpositioner i aktiemarknadsbolagen, ligger makten i aktiebolagen till stor del hos bolagsstämman. I USA, där aktieägandet är så pass spritt, är det svårt för aktieägare att nå en sådan position, ens i samarbete med andra aktieägare, att de

kan utöva någon reell makt vid bolagsstämman. På grund av spridningen i ägandet är det inte praktiskt möjligt att genomföra bolagsstämmor så som vi gör i Sverige. Istället är fullmaktsförfarandet mycket mer utvecklat i USA. Aktieägarna utövar sin rösträtt genom att kryssa i ett fullmaktsformulär, framtaget av sittande styrelse. En aktieägare kan i och för sig föreslå frågor till behandling vid bolagsstämman, men detta får i praktiken sällan genomslag.

6.2.1 Styrelsens makt

I svenska aktiemarknadsbolag finns, som tidigare nämnts, ofta en eller en grupp av aktieägare som har makten i bolaget. Dessa har stort inflytande över vilken styrelse som väljs, vilket är en viktig fråga för bolagsstämman. Hur styrelsen är sammansatt påverkar ju hur bolaget kommer att styras och hur det investerade kapitalet kommer att förvaltas. Det kan därför finnas risk för majoritetsmissbruk, varför ABL ger en hel rad med minoritetsskyddsregler. I USA däremot är det sällan någon aktieägargrupp har någon egentlig kontroll över bolagen, och makten ligger istället hos bolagsledningen med den verkställande direktören i spetsen. Denne har ofta ett stort finger med i spelet när det kommer till att föreslå styrelsekandidater till bolagsstämman, och fullmaktsförfarandet innebär i princip att valberedningens, och den verkställande direktörens, förslag till styrelse röstas igenom. Risker att styrelsen avsätts om den inte presterar så som förväntats av den är liten, så länge inte detta ligger i övrig bolagslednings intresse. Detta medför att det amerikanska aktiemarknadsbolaget riskerar att utsättas för ledningsmissbruk istället för majoritetsmissbruk. Så är inte fallet i Sverige, där förtroendet för bolagsledningen kan sägas vara högre.

6.3 Incitamentsprogram

Precis som vi tidigare redogjort för finns det tre möjliga lösningar på agentproblematiken; väl utformad övervakning, reglering och incitament till ett ändrat beteende. Aktiemarkandsrättslig lagstiftning och självreglering försöker lösa detta problem med hjälp av alla dessa åtgärder. Denna reglering har emellertid inte ansetts som tillräckligt för att försäkra sig om att de beslut som bolagsledningen fattar har bolagets främsta som intresse, och det minskar inte agentkostnaderna i tillräckligt stor grad. Istället har marknaden själv försökt att

hantera dessa problem, framför allt genom incitamentsprogram. Syftet bakom aktierelaterad ersättning till ledande befattningshavare är att ge incitament till att förändra bolagsledningens beteende. Incitamentsprogram skall få bolagsledningens intressen att sammanfalla med aktieägarnas intressen, och på så sätt minska agentproblematiken.

Incitamentsprogram riktade till bolagsledningen är i sig inte en lösning på agentproblematiken. Människan är rationell och egoistisk, vilket inte är egenskaper som är exklusiva för bolagsledningar, och tar ofta de chanser som ges för att sko sig själv. Hon drivs av sin girighet. Ett incitamentsprogram som inte är tillräckligt kontrollerat eller som inte är konstruerat på rätt sätt kan få motsatt effekt vilket bolagsledningens agerande i Enron är ett bra exempel på. Bolagsledningen fick där otroliga incitament att höja aktiekursen, vilket till slut fick som resultat att intäkter fabricerades och utgifter och förluster paketerades om så att de blev osynliga för utomstående. Aktiekursen steg och steg, och byggde upp en jättebubbla som till slut sprack och orsakade den, vid tidpunkten, största konkursen i USA:s historia. Detta var inte den enda orsaken till skandalen, men det är viktigt att incitamentsprogram konstrueras så att de mål som bolagsledningen arbetar mot faktiskt är sunda för bolaget. Programmen måste vara långsiktiga och att exempelvis enbart relatera dem till aktiekursens utveckling kan därför bli förödande.

Att konstruera ett effektivt incitamentsprogram är invecklat, och på senare tid har utformningen av programmen blivit mer och mer komplexa. Prestationskrav för bolagsledningen har blivit centrala, och detta är någonting som ISS är mycket måna om. Man vill numera också att många faktorer skall spela in och avgöra om prestationskraven skall anses vara uppfyllda för att full utdelning i programmet skall ges. För att konkretisera detta kan exempelvis jämförelser med motsvarande företag i branschen göras. Det pågår en debatt om hur man skall kunna koppla incitamentsprogram än starkare till bolagsledningens prestationer för att undvika så kallade windfall effects där bolagsledningen belönas för framgångar för bolaget som beror på yttre omständigheter. Vad man kan se är i vart fall att det blir allt viktigare att kombinera olika program och dess kriterier för utfall för att få en så heltäckande och korrekt programkonstruktion som möjligt.

6.3.1 Styrning från institutionella ägare

Institutionella ägare har inte genom lag möjlighet att reglera bolagsledningens styrning av företaget, men genom att aktiemarknadsrätten i så stor utsträckning regleras genom självreglering har de institutionella ägarna här sin ingång till att påverka bolagen. Till sin hjälp har institutionerna sina ägarpolicies som upprättas och publiceras. Detta är visserligen ingen direkt form av självreglering eftersom dessa policies inte konkret utgör en del av god sed på aktiemarknaden. Polisierna ger dock riktlinjer för hur ägarna ställer sig till utformningen av incitamentsprogram. Denna information är viktig eftersom det i Sverige genom Leo-lagens höga majoritetskrav och ägarstrukturen på den svenska aktiemarknaden är svårt att få igenom incitamentsprogram som inte har stöd hos de institutionella ägarna. Svenska institutionella ägare försöker genom sina policies att skapa ordning och trygghet för aktieägarna vid utformningen av incitamentsprogram via krav på informationsgivning och prestation. Kraven genomförs med metoder som följer det svenska sättet att se på maktutövande i aktiemarknadsbolag. Man tycks i Sverige nämligen, som nämnts och nedan kommer diskuteras mer, ha ett relativt sett större förtroende till bolagsledningen än vad man har i USA, på grund av våra skilda ägarstrukturer. De svenska aktieägarna har i realiteten större möjlighet att byta ut styrelsen i de fall att denna inte lever upp till aktieägarnas förväntningar. Detta, och det faktum att ISS har tagit på sig det kollektiva ansvaret att ställa höga krav, får till resultat att svenska institutionella ägare är mera vidsynta och flexibla vid bolagsstämmobeslutet än vad ISS är vid sina rekommendationer. På grund av att en så hög majoritet måste bifalla ett förslag till incitamentsprogram är det enkelt för de institutionella ägarna att ställa krav på svenska bolag i fråga om deras utformningsstrategi för incitamentsprogram. ISS har därför på grund av det stora inflytande de har på utländska institutionella ägares beslutsfattande, genom sin icke obetydliga klientbas, goda möjligheter att få igenom sina riktlinjer för hur ett incitamentsprogram bör utformas. Utformningen av förslag till incitamentsprogram i svenska bolag styrs därför i hög grad av ISS riktlinjer.

6.3.2 ISS påverkade av den amerikanska ägarbild

I Sverige har som sagt aktieägarna mer att säga till om vid bolagsstämman, de har helt enkelt större makt att direkt påverka beteendet än vad man som aktieägare har i USA. Valet av styrelsemedlemmar i Sverige är avhängigt aktieägarnas tycke. Det på ett helt annat sätt i USA där stämman i högre grad styrs av fullmakter där aktieägarna i stor utsträckning okritiskt kryssar i rutan för godkännande av styrelsen. Den verkställande direktören har i USA stor makt att avgöra vem som skall sitta i styrelsen. De som hamnar på kandidatlistan kommer allra troligast att bli dem som sedan också får styrelseplatserna. Kompismentaliteten är stor vilket ger styrelsen incitament till att gynna den verkställande direktören med förmånliga ersättningspaket för att säkra sin plats i styrelsen för nästkommande period. I USA har man valt en organisationsstruktur där aktieägarna inte har särskilt stora påverkansmöjligheter i bolagets beslutsfattande, då det istället finns ett väl utvecklat system och lång tradition av tillvaratagande av rättigheter i efterhand genom domstolsförfarande. Bolagsledningens fiduciary duties och risk för stämning om dessa inte uppfylls är aktieägarens ”garanti” för att bolagsledningen utövar sin makt i aktieägarens intresse.

Ägarstrukturen i USA avspeglas i ISS agerande. Detta gör att det för oss framstår som tuffare och att de har striktare krav än svenska institutionella ägare. En annan del av förklaringen kan ligga i att ISS inte själva är den institutionella ägare som skall rösta för sina andelsägare, utan är ett steg längre ut i kedjan. De har ett tydligt uppdragsavtal att hålla sig inom och deras rekommendationer måste alltid vara korrekta och adekvata. Detta kan innebära att de måste hålla hårdare på sina principer eftersom de har ett än större ansvar gentemot sina klienter. De måste dessutom upprätthålla förtroendet för sin verksamhetsutövning. Detta är viktigare för ISS än vad det är för de svenska institutionerna eftersom ISS klienter förlitar sig på att deras fiduciary duties uppfylls då de följer ISS rekommendationer. Till skillnad från i Sverige finns det i USA reglering som tvingar de institutionella ägarna att utöva ett aktivt ägarskap. För de svenska ägarna är det dessutom naturligt att de, om styrelsen inte lever upp till deras krav, kan byta ut denna. På grund av att de känner en grundtrygghet i att de har möjlighet att påverka och

förändra kan de tillåta sig att inte kräva millimeterrättvisa i alla situationer, och kan också i större utsträckning vara mer flexibla.

ISS är aktiva i sina rekommendationer inför bolagsstämmor, vilket i och för sig inte är fel. Däremot har de ofta åsikter av formell karaktär snarare än materiell, framför allt då det gäller formerna för informationsgivning. Ett problem för många bolag är att ISS anser sig ha fått tillgång till information inför bolagsstämman för sent för att kunna utvärdera denna, och istället lämnar rekommendationen till sina klienter att rösta emot de förslag som kommer att presenteras på stämman. Koden har försökt få svenska aktiemarknadsbolag att förstå vikten av informationsgivningens former genom 1.2, vilken signalerar signalerar vikten av att hålla utförlig information om programmet i god tid för att motverka risken att ett programförslag röstas ned av institutionella ägare endast på grund av formella regler.

ISS har sin bas i USA och agerar efter amerikansk lagstiftning och normer. Annat hade också varit konstigt, då de amerikanska ägarna anlitar ISS för att uppfylla sina fiduciary duties. Det är den amerikanska regleringen dessa bolag känner till och kan förhålla sig till, och det ger förmodligen en känsla av trygghet. Det är emellertid inte säkert att detta är effektivt för den svenska aktiemarknaden. I Sverige har vi redan en väl reglerad aktiemarknad, och då det gäller incitamentsprogram ställer vi extremt höga krav. Man kan då ifrågasätta om Sverige verkligen behöver en ”extra koll” från ISS, när denna kontroll snarare fungerar kontraproduktivt med tidsutdräkter och skapar onödig reglering för bolagen att anpassa sig till. Det finns inget som säger att krav baserade på amerikanska värderingar skulle vara mer ändamålsenligt för den svenska aktiemarknaden än den befintliga, hårda, regleringen. Dessutom har vi AMN som i många avseenden liknar Chancery Court i Delaware med snabba processer som avgörs av experter på området på bolagens bekostnad. ISS plats på den svenska aktiemarknaden som representant för aktiva ägare kanske inte är särskilt dålig, men ISS som policyskapare är däremot inte lika lyckat. Vi har inte samma behov i Sverige som i USA.

6.4 Resultat av ISS agerande

Vi vill inte framställa ISS som en bov på grund av att de inte agerar på samma sätt som de svenska institutionella ägarna. Men vi kan inte blunda för att organisationen väcker känslor hos de olika aktörerna på marknaden, hos somliga mer än andra. Många tycks anse att ISS ställer orimligt höga krav och rekommenderar sina kunder att rösta nej till ett i och för sig motiverat program. Väl utformade incitamentsprogram leder till effektiva bolag som i sin tur leder till en positiv samhällsutveckling. Man måste sträva efter att uppnå en balans, så att aktieägarna och ledningens mål sammanfaller. Om incitamentsprogrammen ställer för höga krav finns en fara i att ledningen tar större risker än de borde och ställs för låga krav blir inte incitamentet att göra ett bra arbete tillräckligt starkt. Det behöver därför inte alltid vara positivt att ställa höga krav eftersom detta kan skapa ineffektiva bolag. Därför är det inte fel att ibland ställa sig kritisk till ISS förslag på utformningen av incitamentsprogram.

ISS har en stark vetomöjlighet. Verkligheten visar nämligen ofta att den enda möjligheten att slippa nederlag på bolagsstämman, med efterföljande extra kostnader som är sammankopplade med den extra bolagsstämma och utformningen av ett nytt programförslag som i så fall krävs, är att följa ISS anvisningar på en gång. Vi kan därför konstatera att bolagen dels har ABL:s regelverk att hålla sig inom och dels den goda seden på aktiemarknaden. Utöver detta har ISS riktlinjer kommit att få en oerhörd betydelse, vilket har gett resultatet att bolagen utöver ABL och vad som konstituerar god sed på aktiemarknaden har dessa principer att följa. Det är därför otroligt viktigt att ISS är saklig i sina bedömningar och inte missbrukar den makt som de faktiskt har.

6.5 Avslutning

Syftet med vår uppsats var att utreda hur den svenska och den amerikanska aktiemarknaden ser ut och om detta påverkar synen på incitamentsprogram. Vi har kommit fram till att aktiemarknaderna ser olika ut i de båda länderna vilket till stor del kan förklaras av de olika ägarbilderna. Det är emellertid samma teorier

som ligger bakom utformningen av incitamentsprogram i de båda rättsordningarna och man försöker med programmen lösa samma problem.

Den stora skillnaden ligger emellertid i exakt hur man försöker lösa dessa problem. I USA saknas de hårda beslutsregler om incitamentsprogram som finns i Sverige, men detta beror inte på att frågan inte anses vara skyddsvärd i USA. Tvärtom, i USA har man bara valt andra vägar att gå. Då man i Sverige på förhand kontrollerar hur styrelsen utför sitt uppdrag utgörs kontrollen i USA av en efterhandskontroll där man fokuserar på vad styrelsen har gjort, inte vad den skall göra. Möjligheten att stämma styrelsen är i USA en väsentlig del i aktieägarnas kontrollrätt, vilket inte är fallet i Sverige.

Vårt syfte med uppsatsen var även att komma underfund med hur skillnaderna mellan de båda länderna påverkar incitamentsprogram på den svenska aktiemarknaden. I amerikanska aktiebolag finns en mycket mer utpräglad lojalitetsplikt än vad som finns i svenska styrelser, vilket är starkt kopplat till aktieägares möjlighet att stämma bolagsstyrelsen. Om styrelsen brustit i sina fiduciary duties är detta en grund för skadestånd. För amerikanska institutionella ägare består dessa fiduciary duties delvis i att förvalta det anförtrodda kapitalet väl och att vara aktiva aktieägare i bolagen de investerar i. ISS roll i detta är att säkerställa att de institutionella ägarna uppfyller dessa plikter. Detta måste man ha i åtanke då man bedömer ISS agerande på den svenska aktiemarknaden. Likväl ifrågasätts ISS agerande från svenska aktörer på aktiemarkanden.

Jämfört med svenska institutionella ägare uppfattas ibland ISS som hårdare och mer formalistiska i sina krav på utformningen av incitamentsprogram. I Sverige finns redan en väl utarbetad reglering kring incitamentsprogram, med ett unikt majoritetskrav. Detta är vad den svenska lagstiftaren anser vara en tillräcklig nivå av reglering. Det kan därför ifrågasättas om ISS, som har en syn på aktieägarskap och bolagsstyrning färgad av amerikanska förhållanden, skall ha ett sådant stort inflytande på den svenska aktiemarknaden att de kan lägga ytterligare krav till denna reglering.

Vår frågeställning för uppsatsen var hur just ISS påverkar vid utformningen av svenska incitamentsprogram, och om de påverkar utformningen mer än vad svenska institutionella gör. Svaret på denna fråga är att det höga majoritetskrav som ställs av den svenska lagstiftningen gör att ISS kan ha ett avgörande inflytande över om ett incitamentsprogram kan komma till stånd eller inte. Program av detta slag är nödvändiga för att komma tillrätta med de agentkostnader som uppstår då ägande och kontroll separeras. Svenska aktiemarknadsbolag måste därför ta ISS krav i beaktande när de utformar sina incitamentsprogram. Eftersom ISS är mer formalistiska än vad svenska institutionella ägare är, och ibland ställer högre krav på själva utformningen av incitamentsprogrammen, är denna påverkan större än vad de svenska institutionella ägarnas är.

Det återstår att se hur ISS ställning på den svenska aktiemarknaden kommer att utvecklas och om ISS kommer att anpassa sitt agerande till den svenska synen på hur ett bolag skall styras. En avslutande fråga är huruvida ISS i framtiden kommer att acceptera och kunna anpassa sig till den svenska regleringen kring incitamentsprogram eller inte.

7 Käll- och litteraturförteckning

7.1 Litteratur

af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert *Introduktion i af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.) Börsrätt*, Studentlitteratur, Stockholm, 2007

Barnes, James; Bowers, Thomas; Langvardt, Arlen & Mallor, Jane *Business law*, 13:e upplagan, McGraw-Hill Irwin, New York, NY, USA, 2007

Bebchuk, Lucian & Fried, Jesse *Pay without Performance*, Harvard University Press, Cambridge, MA, USA, 2004

Berle, Adolf A. & Means, Gardnier C. *The Modern Corporation and Private Property*, The MacMillan Company, USA, 1932

Borg, Mikael, *Aktierelaterade incitamentsprogram - en civilrättslig studie*, Jure, Stockholm, 2003

Burnham, William *Introduction to the law and legal system of the United States*, 4:e upplagan, Thomson west, St Paul MN, 2006

Carlsson, Laura *American business law – a civil law perspective*, Iustus förlag, Uppsala 2004

De Ridder, Adri *Praktisk finansiell ekonomi i af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.) Börsrätt*, Studentlitteratur, Stockholm, 2007

Dignam, Alan & Lowry, John *Company Law*, 5:e upplagan, Oxford University Press, Hampshire, Storbritannien, 2009

Dotevall, Rolf *Kontrollen över ersättningsnivåer i näringslivet ur ett internationellt perspektiv*, i Nord & Thorell (red.) *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Center for Commercial Law, Iustus Förlag AB, Uppsala, 2006

Fristedt, Daniel & Sundqvist, Sven-Ivan *Ägarna och makten i sveriges börsföretag 2008*, SIS Ägarservice AB, Halmstad, 2008

Hamilton, Robert W. *The law on corporations in a nutshell*, 5:e upplagan, West Publishing co., St Paul, MN, USA, 2000

Henrekson, Magnus & Jakobsson, Ulf *Ägarpolitik och ägarstrukturer i efterkrigstidens Sverige*, i Jonung, Lars (red.) *Vem skall äga Sverige*, SNS Förlag, 2002

Kågerman, Pontus, Lohmander, Cecilia & De Ridder, Adri *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2008

- Lundberg, Carina *Aktieägandet ur institutionella ägares perspektiv* i af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.) *Börsrätt*, Studentlitteratur, Stockholm, 2007
- Jansson, Per-Ola *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden* i af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.) *Börsrätt*, Studentlitteratur, Stockholm, 2007
- Kristiansson, Björn *Europeiska koder för bolagsstyrning – vad innehåller de?* i Skog, Rolf (red.) *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?* Iustus Förlag AB, Uppsala, 2005
- Kristiansson, Björn *Incitamentsprogram* i af Sandeberg, Catarina & Sevenius, Robert (red.) *Börsrätt*, Studentlitteratur, Stockholm, 2007
- McBarnet, Doreen *After Enron: corporate governance, creative compliance and the uses of corporate social responsibility*, i O'Brien (red.) *Governing the corporation*, John Wiley & Sons Ltd, England, 2005
- McLean, Bethany & Elkind, Peter *The smartest guys in the room*, Portfolio, USA, 2004
- Munck, Johan *En kod för bolagsstyrning – vad är det för slags normgivning?* i Skog, Rolf (red.) *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?* Iustus Förlag AB, Uppsala, 2005
- Mäntysaari, Petri *Comparative corporate governance – shareholders as a rule-maker*, Springer Berlin - Heidelberg, Tyskland, 2005
- O'Brien, Justin *Corporate Governance and Regulation in Global Markets* i O'Brien, Justin (red.) *Governing the corporation*, John Wiley & Sons Ltd, 2005, England
- Pålsson, Ann-Marie *Fondbolagen – de ofrivilliga och olämpliga ägarna* i Jonung, Lars (red.) *Vem skall äga Sverige?* SNS Förlag, 2002
- Sevenius, Robert *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur, Stockholm, 2007
- Skog, Rolf *A remarkable decade: The awakening of the Swedish institutional investors*, i Skog, Rolf & Isaksson, Mats (red.), *The future of Corporate Governance*, Corporate Governance Forum, The Stockholm Symposium 2004, Stockholm 2004
- Walker, David M. *Restoring trust after accountability failures* i *Governing the corporation* O'Brien, Justin (red.) *Governing the corporation*, John Wiley & Sons Ltd, 2005, England

7.2 Tidskriftsartiklar

David, Parthiban; Kochhar, Rahul & Levitas, Edward *The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation*, The Academy of Management Journal, nr 2, 1998

Coffee John C. Jr. *Liquidity versus Control: the Institutional Investor as Corporate Monitor*, Columbia Law Review, oktober, 1991

Ellis, Robert Dean *Equity Derivatives, Executive Compensation and Agency Costs*, Houston Law Review, årgång 35, nr 399, sommaren 1998

Hartzell, Jay C. & Startks, Laura T. *Institutional Investors and Executive compensation*, The Journal of Finance nr 6, December, 2003

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* i Journal of Financial Economics, nr 4, 1976, s 305-360

Jensen, Michael C. & Murphy, Kevin J. *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How*, Harvard Business Review, nr 3 maj/juni 1990

Jensen, Michael C. & Murphy, Kevin J. *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 44/2004, 12 juli 2004

Lombach Jan & Cederlund Johan *Värdepappersrelaterade incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag*, SN 1995, s 193-200

Roberts, Richard Y.; Swanson, Richard P. & Deneen Jill, *Spilt milk: Parmalat and Sarbanes-Oxley internal controls reporting*, American Law Institute, American Bar Association & Sarbanes-Oxley Institute, oktober 2004

Thomas, S. Randall *The evolving role of institutional investors in corporate governance and corporate litigation*, Vanderbilt Law Review, nr 2, 2008

7.3 Offentligt tryck

Prop. 1986/87:76 *Om riktade emissioner m.m.*

Prop. 1997/98:99 *Aktiebolagets organisation*

Prop. 2008/09:61 *Stabilitetsstärkande åtgärder för det svenska finansiella systemet*

SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet*

SOU 2004:130 *Svensk kod för bolagsstyrning*

2007/2008:FiU6 *Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002-2006*

Ds Fi 1986:21 *Riktade emissioner av aktier m.m.*

Regeringens skrivelse 2007/08:130 *Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007*, Stockholm den 22 maj 2008

7.3.1 Securities and exchange commission

Proxy Voting by Investment Adviser, Final rule, US Securities and Exchange commission, Release No. IA-2106, 31 januari 2003

International Reporting and Disclosure Issues in the Division of Corporate Finance, US Securities and Exchange Commission, 1 november 2004, hämtad från [<http://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/cfirdissues1104.htm>] den 29 september 2008

Exemption from Registration under Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 for Foreign Private Issuers, Final rule, US Securities Exchange Act, Release No. 34-58465, 27 augusti 2008

Executive compensation and related person disclosure, US Securities and Exchange Commission, Release No. 33-8732a, 29 augusti 2006

7.4 Lagstiftning

Aktiebolagslag (2005:551)

Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument

Delaware General Corporation Law, as amended

Employee Retirement Income Security Act of 1974, as amended

Internal Revenue Services Code of 1986, as amended

Investment adviser Act of 1940, as amended

Model Business Corporation Act of 1950, as amended

Securities Act of 1933, as amended

Securities and Exchange Act of 1934, as amended

Sarbanes and Oxley Act of 2002, as amended

7.5 Självreglering

AMN 2002:1

Kollegiet för svensk bolagsstyrning *Svensk kod för bolagsstyrning*, gällande från 1 juli 2008

OMX Nordic Exchange Stockholm *Regelverk för emittenter*, 1 juli 2008

7.6 Rättsfall

Disney case, 825 A.2d 275 (Del. Ch. 2003)

Neer v. Pelino, 389 F.Supp.2d 648 (E.D.Pa.,2005)

7.7 Tidningsartiklar

Dagens Industri, 24 maj 2007, Halleröd, Mia *Extrastämman om Ericsson aktieprogram*, hämtad från

[http://di.se/Nyheter/?page=/Artiklar/Extrastamma_om_Ericsson_aktieprogram.aspx%3FArticleID%3D2007%255C05%255C24%255C234588%26words%3D%26SectionID%3DEttan%26menusection%3DStartsidan%3BHuvudnyheter] den 24 augusti 2008

Svenska dagbladet, 13 april 2007, Karlsson, Kristian *Är det bättre om ägarna förblir ansiktslösa?*, hämtad från

[http://www.svd.se/opinion/ledarsidan/artikel_217627.svd] den 24 augusti 2008

7.8 Rekommendationer, riktlinjer och policies

Aktiespararnas ägarstyrningspolicy, februari 2006, hämtad från

[<http://www.aktieinvest.se/Files/Filer/ToppSverige/Ägarstyrningspolicy20061.pdf>] den 26 augusti 2008

American Law Institute *Principles of Corporate Governance volym I*, American Law Institute Publishers, St Paul, MN, USA, 1994

Business Roundtable's Executive Compensation – principles and commentary, januari 2007, hämtad från

[<http://www.businessroundtable.org/sites/default/files/ExecutiveCompensationPrinciples.pdf>] den 19 oktober 2008

Första AP-fondens ägarpolicy, beslutad vid styrelsemöte i Första AP-fonden den 17 oktober 2006, reviderad 26 augusti 2008, hämtad från

[<http://www.ap1.se/upload/Bolagsstyrning/Ägarpolicy/Ägarpolicy%20reviderad%2020080826.pdf>] den 5 oktober 2008

Nordeas fonder *Riktlinjer för ägarstyrning*, september 2006, hämtad från

[http://www.nordea.se/sitemod/upload/root/www_nordea_se/om_nordea/agarstyrning_fonder/riktl_agarstyrn_int.pdf] den 5 oktober 2008

Riktlinjer för information till aktieägarna om incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag, antagen mars 2001 av Alecta, AMF Pension, Fjärde AP-fonden Handelsbanken fonder, Nordea Kapitalförvaltning ABs fondbolag, Robur, SEB Fonder och Skandia, hämtad från

[<http://www.amf.se/upload/Riktlinjer%20för%20information%20till%20aktieägarna%20om%20incitamentsprogr.pdf>] den 2 november 2008

RiskMetrics Group, ISS Governance Services *International Corporate Governance Policy*, 25 november 2008, hämtad från

[http://www.riskmetrics.com/policy_exchange/policy_detail?param1=rmgint] den 12 december 2008

RiskMetrics Group, ISS Governance Services *International Corporate Governance Policy*, 2008 Updates, 16 november 2007, hämtad från [http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/2008ISS_InternationalPolicyUpdates.pdf] den 2 oktober 2008

RiskMetrics Group, ISS Governance Services, *Taft-Hartley Advisory Services Global proxy voting statement & guidelines*, January 2008, hämtad från [http://www.riskmetrics.com/sites/default/files/2008_Taft_Hartley_Global_Guidelines.pdf] den 2 oktober 2008

Roburs ägarpolicy, antagen den 7 oktober 2005, hämtad från [http://www.robur.se/upload/pdf/Ägarpolicy_ny.pdf] den 30 oktober 2008

7.9 Övriga källor

American Law Institute, hämtad från [www.ali.org] den 10 november 2008

Andra AP-fonden *Årsredovisning 2001: Fler pensioner kräver nytt pensionssystem*, hämtad från [<http://ap2.se/ar/2001/online/svensk/flerpensionarer/index.html>] den 5 september 2008

Boldt, Michael H. & Smithey, Stephanie Alden *Risk Management for Taft-Hartley Trustees: Developing Written Fund Policies*, Ice Miller LLP Legal Counsel, 2005, hämtad från [<http://www.icemiller.com/pdf/risk%20management%20for%20taft%20hartley%20trustees%20developing%20fund%20policies.pdf>] den 2 december 2008

Business Roundtable, hämtad från [<http://www.businessroundtable.org/about>] den 19 oktober 2008

Ericsson AB (publ.) *Långsiktigt rörligt ersättningsprogram 2007 Ericssons förslag till aktiebaserade program*, hämtad från [http://www.ericsson.com/se/investerare/aktieagarinfo/egm/doc/forslaget_i_korthet.pdf] den 18 november 2008

Föreningen för god sed på aktiemarknaden *Ny organisation samlar självregleringen*, pressmeddelande 8 november 2005, hämtad från [<http://www.godsedpavpmarknaden.se/userfiles/Pressmeddelande20053.pdf>] den 26 augusti 2008

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, hämtad från [www.bolagsstyrning.se/sv] den 27 november 2008

KPMG, *Nya incitamentsprogram vanligast bland börsens hälsovårdsföretag – personaloptioner populärast*, hämtad från [<http://www.kpmg.se/pages/105416.html>] den 10 november 2008

LO *Ansiktslöst – Ansvarslöst: Om ägandet av de stora företagen i Sverige 2001*, 2004/04/26 hämtad från
[[http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/50347A23491C1B55C1256E82004688E9/\\$file/ansiktslost.pdf](http://www.lo.se/home/lo/home.nsf/unidView/50347A23491C1B55C1256E82004688E9/$file/ansiktslost.pdf)] den 8 december 2008

National Labour College *Taft-Hartley Funds*, hämtad från
[http://www.nlc.edu/cait/olc/Taft_Hartley/html/Taft_Hartley-intro.html 2006] den 24 november 2008

Nordea *Visst går det att etablera värdeskapande incitamentsprogram inom ramen för ISS :s riktlinjer*, 4 oktober 2007, hämtad från
[<http://www.sira.org.se/upload/Presentation%204%20okt%20%202007.pdf>] den 6 november 2008

Nordea *Ägarstyrning i Nordeas fonder i Sverige*, hämtad från
[<http://www.nordea.se/Om+Nordea/%C3%84garstyrning+i+Nordeas+fonder+i+Sverige/213784.html>] den 2 november 2008

Näringslivets Börskommitté *Om Näringslivets Börskommitté*, hämtad från
[http://www.naringslivetsborskommitte.se/om-naringslivets-borskommitt__4] den 6 december 2008

President's ten-point plan to improve corporate responsibility and protect America's shareholders, hämtad från
[<http://www.whitehouse.gov/infocus/corporateresponsibility/text/index2.html>] den 22 september 2008

RiskMetrics, hämtad från [<http://www.riskmetrics.com/history>] den 15 augusti 2008

RiskMetrics Group Releases *2008 Corporate Governance Policies*, hämtad från
[http://blog.riskmetrics.com/2007/11/riskmetrics_group_releases_200.html] den 12 november 2008

Rydbeck, Otto & Tidström, Göran, *Granskningsrapport Försäkringsbolaget Skandia (publ)*, hämtad från [<http://www.sr.se/diverse/appdata/isidor/files/748.pdf>] den 10 november 2008

Tredje AP-fonden *Aktierelaterade Incitamentsprogram*, Analys-PM, oktober 2005, hämtad från [<http://www.ap3.se/NR/rdonlyres/40CBE593-881C-4365-9460-BCAA6145C201/0/Aktierelateradeprogramjan2006.pdf>] den 15 september 2008

Öhrlings PricewaterhouseCoopers *Incitamentsprogram allt vanligare i börsbolage*, pressmeddelande den 3 november 2008, hämtad från
[<http://www.pwc.com/extweb/ncpressrelease.nsf/docid/E52307CFFCB33F3E802574F6002EC8A8>] den 10 november 2008