



GÖTEBORGS UNIVERSITET

Handelshögskolan

Tillämpade studier

Aktierelaterade incitamentsprogram

Reglering, funktionalitet och framtid

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Juridiska institutionen

Tillämpade studier, programmet för Juris Kandidatexamen
30 HP
Författare: David Eriksson

Handledare: Claes Beyer
Examinator: Rolf Dotevall
2010-11-08

1	INLEDNING.....	5
1.1	Ämnesdiskussion.....	5
1.2	Problemställning.....	6
1.3	Avgränsningar.....	6
1.4	Syfte.....	6
1.5	Metod.....	6
1.6	Disposition.....	7
2	AKTIEBOLAGET.....	8
2.1	Aktiebolagets kärna.....	8
2.2	Separation av ägande och ledning.....	9
2.2.1	Inledning.....	9
2.2.2	Aktieägarnas intresse.....	9
2.2.3	Principal-agent-teori.....	9
2.2.4	Agentkostnader.....	10
2.2.5	Risk.....	11
2.2.6	Begreppet bolagsstyrning.....	12
3	INCITAMENTSPROGRAM.....	13
3.1	Programmets syfte.....	13
3.2	Brister.....	13
3.3	Fungerar incitamentsprogram?.....	14
3.4	Olika typer av incitamentsprogram.....	15
3.4.1	Köptioner.....	15
3.4.2	Teckningsoptioner.....	15
3.4.3	Konvertibla skuldebrev.....	16
3.4.4	Syntetiska optioner.....	17
3.4.5	Aktiesparprogram.....	17

3.4.6	Begreppet personaloption.....	18
3.5	Statistik över användandet av olika typer av program	19
4	REGELSTRUKTUREN	20
4.1	Översikt	20
4.2	Lagregler gällande incitamentsprogram	20
4.2.1	Leo-lagen.....	20
4.2.2	Förtroendeutredningen	22
4.3	Självregleringen.....	24
4.3.1	Svensk kod för bolagsstyrning	24
4.3.2	Aktiemarknadsnämnden	25
4.4	Sanktioner.....	26
4.4.1	Lagregleringens sanktioner	26
4.4.2	Självregleringens sanktioner	28
4.4.3	Straffrättsligt ansvar.....	30
4.4.4	Sammanfattande kommentar om sanktioner.....	30
5	MATERIELL REGLERING	31
5.1	Lagregleringen.....	31
5.1.1	Allmänt	31
5.1.2	Leo-lagen.....	31
5.1.3	Generalklausulen, ABL 7:47.....	32
5.2	Självregleringen.....	33
5.2.1	Svensk kod för bolagsstyrning	34
5.2.2	Aktiemarknadsnämnden	35
5.3	Styrelseledamöters deltagande i incitamentsprogram	40
5.4	Sammanfattning av de olika majoritetskraven	41
5.5	Informationskrav.....	41
6	ANALYS.....	43

6.1	Leo-majoritetens ändamålsenlighet	44
6.1.1	Motiven till Leo-lagen vid dess tillkomst.....	44
6.1.2	Senare argumentation rörande Leo-lagen.....	45
6.1.3	En jämförelse av majoriteter	45
6.1.4	Harmonisering.....	47
6.1.5	Kumulation	47
6.1.6	Förtroendet på aktiemarknaden.....	47
6.2	Lagreglering kontra självreglering.....	48
6.3	Uppdelning av beslut.....	49
6.4	Diskussion kring förändringar.....	51
6.4.1	Enhetlig majoritet	51
6.4.2	Politikens relevans	51
6.4.3	Illojalitet hos minoriteten.....	52
6.4.4	Generalklausulens ökade betydelse	53
7	SLUTSATS.....	53
8	KÄLLFÖRTECKNING	56
8.1	Offentligt tryck	56
8.1.1	Propositioner	56
8.1.2	Annat riksdagstryck	56
8.1.3	Betänkanden	56
8.1.4	Övrigt.....	56
8.2	Litteratur	57
8.2.1	Böcker.....	57
8.2.2	Tidskrifter.....	58
8.3	Internetkällor	58
8.4	Muntliga källor.....	58

1 INLEDNING

1.1 Ämnesdiskussion

Incitamentsprogram är en omstridd typ av ersättning. Historien bjuder på många exempel på hur dessa program givit ett utfall som varit alltför generöst mot ledande befattningshavare. Det finns även gott om exempel på hur man utnyttjat systemen och även i flera fall brutit mot lagen.¹

Under 1990-talet kunde man observera att förtroendet för näringslivet var i en sjunkande trend. Av detta skäl beslöt regeringen att tillsätta en utredning för att undersöka orsakerna till detta och hur man skulle kunna komma tillrätta med problemet, förtroendeutredningen. Just brister i ersättningssystemen fann man vara en betydande orsak till allmänhetens bristande förtroende för näringslivet. Man vidtog åtgärder för att komma tillrätta med detta men problemen kvarstod.

Under 2009 var incitamentsprogram och bonusar återigen heta frågor i samhällsdebatten. När konjunkturen hastigt vänt nedåt p.g.a. finanskrisen blottades brister i ersättningssystemen som gjorde att trots att företagen visade betydligt sämre resultat än tidigare så kunde många styrelser och personer i ledande positioner inom näringslivet ändå kvittera ut höga rörliga ersättningar. Detta provocerande resultat öppnade en debatt om huruvida denna typ av ersättning överhuvudtaget borde vara tillåten. Det tydligaste exemplet på hur infekterad frågan var är att staten stoppade alla rörliga ersättningar i statliga bolag.² Ett exempel på ett företag som omfattades av stoppet var Telia där staten i kraft av 37,3 % av såväl röster som aktier vid bolagsstämman våren 2010 stoppade de rörliga ersättningarna.³

Incitamentsprogram kan konstrueras på många olika sätt. Ofta är de knutna till aktievärdet på ett eller annat sätt men även med detta gemensamt finns det många alternativa lösningar. Beroende på hur man konstruerar incitamentsprogrammet blir beslutsgången olika. Detta har ofta sin grund i att man använder olika typer av finansiella instrument som byggstenar. Reglerna är dessutom utgivna av olika instanser vilket ger dem olika dignitet. Alla regler är inte givna i lag utan det finns ett stort mått självreglering som ges ut av organisationer som står näringslivet nära. I jämförelse med lagreglering så saknar självreglering de sanktioner som lagreglering är försedd med. Till självregleringens fördel talar dock att de som ger ut dessa regler har en större närhet till näringslivet och därmed större förståelse för de villkor företagen existerar under. Självregleringen kan dessutom skapa regler eller ändra existerande regler på mycket kortare tid än vad som krävs för att skapa eller ändra lagreglering.

De regler som omger incitamentsprogram och dess beslutsgång är inte ett regelverk skapat i ett gemensamt sammanhang. Faktumet att reglerna inte skapats i ett gemensamt sammanhang gör att

¹ T.ex. AB Leo, Skandia, Enron

² Olofsson, Odell, Borg, Pilsäter; <http://www.dn.se/>

³ Öhrn; <http://di.se/>

det kan vara svårt att fastställa vilka regler som gäller när man skall besluta om olika typer av incitamentsprogram, både vad gäller vilka konstruktioner som är tillåtna och vad som krävs för att kunna fatta ett giltigt beslut om att införa respektive program. Förekomsten av breda möjligheter att konstruera program på olika sätt i kombination med en relativt snårig regelmassa sätter dessutom fokus på frågan hur företagen klarar att leva upp till dessa regler och om reglerna uppfyller sitt ändamål.

1.2 Problemställning

- Hur regleras besluten kring olika incitamentsprogram?
- Är denna reglering ändamålsenlig?

1.3 Avgränsningar

Som uppsatsens titel pekar på omfattar uppsatsen främst incitamentsprogram som på något sätt är kopplade till företagens aktie och dess värdeutveckling. Direkta bonusprogram där ersättning betalas ut kontant de år resultatet är bra faller således utanför uppsatsens omfång.

Avsikten är att analysera ur ett civilrättsligt perspektiv. Därför kommer den skattemässiga behandlingen av de olika konstruktionerna inte att behandlas i detalj utan endast översiktligt. Den skattemässiga behandlingen av incitamentsprogram är förvisso av vikt både för beslutsfattarna och för dem som omfattas av programmet men att inkludera en djupare analys av denna aspekt skulle göra uppsatsen alltför omfattande.

För att sätta incitamentsprogrammen i perspektiv kommer deras syfte beskrivas samt de ekonomiska hänsynstaganden och tankegångar som gör programmens existens berättigade.

1.4 Syfte

Uppsatsens syfte är att redogöra för och studera de regler som styr beslutandet av incitamentsprogram med fokus på de program som är relaterade till aktier på ett eller annat sätt och med en insyn i den praktiska tillämpningen värdera hur väl reglerna efterlevs och fungerar.

1.5 Metod

Jag har använt mig av traditionell juridisk metod. Således bygger uppsatsen på ingående granskning av lagstiftning, förarbeten, rättsfall och doktrin. I första hand kommer jag att analysera området genom synsättet ”de lege ferenda”, eller med andra ord analysera vad lagen borde vara. Detta i

jämförelse med ”de lege lata” som i första hand behandlar vad den givna lagen är. Men för att kunna göra en analys om vad lagen borde vara så kommer även en tydlig beskrivning av vad lagen *är* göras.

Mängden böcker som ägnat större uppmärksamhet åt beslutsfattandet vid incitamentsprogram är relativt liten varför ett längre beskrivande avsnitt redogörande för reglernas utseende och verkningar är motiverat. Mikael Borgs bok ”*Aktierelaterade incitamentsprogram – en civilrättslig studie*” från 2003 är en rik kunskapskälla men utvecklingen på området har fortskridit i hög takt sedan dess. Därför är det intressant att fastställa hur det ser ut idag.

För att få en bättre inblick i den praktiska tillämpningen av juridiken på området har jag genomfört en telefonintervju med Peter Karlsson, Compensation & Benefit Specialist på Group Human Resources, Nordea Bank AB.

1.6 Disposition

Kapitel 2 - Aktiebolaget

För att skapa en förståelse för incitamentsprogrammets syfte och funktion beskrivs aktiebolagets särart och vilka konflikter detta ger i styrningen av bolaget. En översikt ges av den företagsekonomiska teori som motiverar användandet av incitamentsprogram.

Kapitel 3 - Incitamentsprogram

Incitamentsprogrammets syfte och funktion samt de fördelar och nackdelar som de för med sig behandlas. Därefter genomförs en genomgång av de mest vanliga typerna av incitamentsprogram samt de instrument de konstrueras av.

Kapitel 4 - Regelstrukturen

För att ge ett tydligt perspektiv av regelområdets karaktär presenteras de olika typer av reglering det är uppbyggt av samt hur dess olika sanktioner skiljer sig åt.

Kapitel 5 - Materiell reglering

Här ges en genomgång av relevant materiell reglering gällande beslutsfattande i samband med incitamentsprogram i syfte att både ge struktur åt ett snårigt rättsområde samt ge underlag till den kommande analysen.

Kapitel 6 - Analys

Uppsatsens analys. I detta kapitel analyseras de intressantaste aspekterna av reglerna kring incitamentsprogram med fokus på ändamålsenlighet och tillämpning. Diskussion förs kring problematiska områden.

Här görs en utveckling och sammanfattning av det som behandlats i analysen. Min egen syn på vad som bör förändras presenteras.

2 AKTIEBOLAGET

2.1 Aktiebolagets kärna

Till skillnad ifrån det enkla bolaget, handelsbolaget och föreningen är aktiebolaget en kapitalassociation, inte en personassociation. Enkla bolag, kommanditbolag och handelsbolag är i första hand beroende av personer och huruvida det finns en avskild förmögenhet i bolaget kommer i andra hand. I aktiebolaget däremot står det avskilda kapitalet i centrum och de personer som är knutna till bolaget (aktieägarna) är i betydligt högre grad utbytbara.⁴ Aktiebolaget byggs på ett kapital som tillskjuts av ett antal personer, aktieägarna. Detta kapital är sedan det enda aktieägarna riskerar i aktiebolagets verksamhet. Detta till följd av att aktieägarna i normalfallet inte har något ansvar för aktiebolagets skulder.⁵ Detta står som motsats till hur bl.a. handelsbolaget är organiserat där bolagsmännen är solidariskt ansvariga för alla bolagets skulder. Denna aktiebolagets särart är en stor anledning till att associationsformen blivit så populär. Genom att en investerare kan begränsa sin risk i en investering i ett aktiebolag så kan denne också vara delägare i många olika bolag och i vart och ett endast riskera sin insats. Möjligheten att göra vinst är dock inte belastad med någon begränsning utan är gränslös. Möjligheten att investera pengar utan att förplikta sig att vara aktiv i bolaget blir också större. Dessa två omständigheter är grundläggande orsaker till aktiebolagets omfattande betydelse för de reglerade marknadernas framväxt och utveckling.⁶

Karaktären av kapitalassociation till trots så knyts aktiebolaget samman med flera grupper av personer i ett ömsesidigt beroendeförhållande. Delägarnas avsaknad av ansvar gör att aktiebolagets borgenärer har en säkerhet begränsad till innehållet i bolaget. Därför är det av stor vikt för borgenären att detta innehåll faktiskt finns där och inte lättvindigt kan förflyttas. Borgenärens trygghet i transaktioner med aktiebolaget har också stor betydelse för aktiebolaget, såväl som i förlängningen aktieägarna, då kapitalanskaffning kan försvåras avsevärt om fordringsägares intressen inte är skyddade.⁷

⁴ Dotevall (2009) s. 13

⁵ ABL 1:3 st. 1

⁶ Af Sandeberg s. 14

⁷ Skog s. 20-21

2.2 Separation av ägande och ledning

2.2.1 Inledning

I aktiebolaget väljer aktieägarna genom majoritetsbeslut en styrelse som sköter driften av företaget. Således är ägandet och ledningen av företaget separerat ifrån varandra. Tanken är att ledningen skall förvalta ägarnas investering med deras bästa för ögonen. Styrelseledamöter, ledning och VD har vad som brukar kallas en lojalitetsplikt.

2.2.2 Aktieägarnas intresse

En intressant fråga är dock gentemot vilka intressen lojalitetsplikten skall visas. Med en övergripande term brukar man säga att lojaliteten är till bolagets intressen, detta innebär att lojaliteten är till samtliga aktieägare kollektivt. Således är lojalitetsplikten inte endast till t.ex. den aktieägare som genom ett röststarkt innehav har kontrollen över bolaget utan även till minoriteten. Om en bolagsstyrelse ensidigt gynnar majoritetsaktieägare så kan aktieägarminoriteten hävda att det är i strid med bolagets intresse. Detta har grund i generalklausulen i ABL 8:41. Begreppet bolagets intresse är dock även knutet till verksamhetsföremålet i bolagsordningen samt bolagets syfte. För det fall att inget annat stadgas i bolagsordningen så är ett aktiebolags syfte enligt ABL 3:3 att ge vinst till sina aktieägare. Verksamhetsföremålet beskriver det sätt som företaget skall använda för att uppfylla sitt syfte. I det normala fallet är således ett bolags styrelse, ledning och VD knuten så väl till vinstsyfte och verksamhetsföremål som aktieägarnas kollektiva intresse.⁸

Eftersom arbete som styrelseledamot eller VD innebär ett uppdrag för annans räkning så har deras ställning drag av vad som kallas sysslomannaskap. I och med att styrelseledamot och VD har en friare ställning där de förväntas agera på egna initiativ och ta risker så skall dock likheten inte överdrivas. En sammanfattande definiering av deras ställning är att kalla det för organställning med drag av sysslomannaskap. Det är delvis ur dragen av sysslomannaskap man härleder såväl lojalitets- som vårdplikt. Dessa plikter tar även mer konkret form i jävsbestämmelserna och i den nyss nämnda generalklausulen i ABL 8:41.⁹

2.2.3 Principal-agent-teori

Redan år 1776 kommenterade nationalekonomen Adam Smith problematiken som följer med en separation av ägande och ledning i ”*An inquiry into the nature and causes of wealth of the nations*”. Hans poäng var att ledningen i ett aktiebolag i själva verket är förvaltare av någon annans pengar och kan inte förväntas vara lika vaksam över ägarnas intressen som ägarna själva.¹⁰ På 1930-talet publicerades Berle och Means ”*The modern Corporation and private property*” där man närmare utvecklar det som numera går under namnet principal-agent-teori.

⁸ Dotevall (2008)s. 142-143

⁹ Dotevall (2008)s. 159-160

¹⁰ Af Sandeberg s. 20-21

Grundbulten i principal-agent-teori är informationsasymmetri, d.v.s. olika tillgång till information. När någon utför arbete för någon annan är det naturligt att denna person får en bättre insyn i arbetet än uppdragsgivaren. I terminologin som används är det uppdragsgivaren som är principal och uppdragstagaren agent.

Berle och Means kommer fram till att i bolag med mycket spritt ägande och många små aktieägare leder separationen av ägande och kontroll till en passivisering av ägarna. Små aktieägare tar inte ansvar för företaget i samma utsträckning som större ägare vilket gör att den valda ledningen sällan behöver ta intryck av andra intressen än sina egna. Därför kan ägarnas och ledningens målsättning skilja sig åt. Ägarnas intressen är ofta att få ta del av en så hög vinst som möjligt genom utdelning medan ledningen i första hand vill maximera sin egen ersättning.¹¹

Även om styrelsen tillsätts av ägarna så är tanken att styrelsen skall kunna handla fritt inom sitt kompetensområde. Ledningen har på grund av sin närhet till verksamheten ofta en överlägsen kunskap om bolaget och kan utnyttja detta på ett opportunistiskt sätt. Att informationen är asymmetriskt fördelad ger styrelsen möjligheten att sätta sin egen vinning före företagets bästa. Detta problem kallas inom rättsekonomin för *moral hazard* och innebär i grunden förekomsten av en brist i övervakningen av uppdragsförhållandet mellan principal och agent. Kostnaden för ledningens illojala val måste dock ställas mot kostnaden för utökad övervakning. Risken att den valda ledningen inte vårdar ägarnas intressen på rätt sätt är också något som växlar över tiden då ledning i olika situationer kan utsättas för frestelser där en prioritering som avviker från ägarnas intressen är lockande.¹² Denna problematik kan ett aktierelaterat incitamentsprogram lindra genom att ge styrelsen incitament att följa ägarnas målsättning.

2.2.4 Agentkostnader

Även Jensen och Meckling har behandlat intressekonflikten mellan ägare och ledning. Man menar att den ger upphov till något man kallar agentkostnader. Tankegången bygger på att man kan dela upp företag i olika intressegrupper: aktieägare, anställda, ledning, borgenärer etc. Dessa har var för sig egna särskilda intressen i bolaget. Agentproblemen är produkten av de intressekonflikter som blir mellan de olika intressegrupperna. Tar man utgångspunkt i att alla grupper är nyttomaximerare för sina egna intressen så är antagandet att agenten eller andra intressegrupper ibland inte handlar i principalens intresse rimligt. För att komma till rätta med problemet kan ägarna ta till flera olika alternativ:

- Försöka utveckla ett perfekt kontrakt som reglerar ledningens beteende och prioriteringar i detalj,
- Bygga upp en övervakningsfunktion som kontrollerar att ledningen gynnar ägarnas intressen och/eller

¹¹ Jones s. 7

¹² Af Sandeberg s. 25 samt Bergström, Samuelsson s. 35

- Förvissa sig om ledningens lojalitet genom att knyta samman ledningens intressen med ägarens t.ex. genom prestationsbaserad lön eller ersättning knuten till företagets framgång alternativt dess akties värdeökning.

Vad som är gemensamt för alla dessa åtgärder är att de innebär kostnader. Att helt eliminera risken att agenten gör val som avviker från vad ägarna vill är inte ekonomiskt försvarbart, man blir tvungen att göra en avvägning. Jensen och Meckling summerar det hela med att konstatera att agentkostnaderna är summan av principalens kostnader för övervakning och lojalitetsutfästelser plus de kostnader (återstods förluster) som genereras av att alla verkningar av intressekonflikterna inte kan undvikas. Ett påpekande av mer praktisk natur är att en detaljreglering av ledningens beteende i de flesta fall inte är eftersträvansvärt då det är skickliga företagsledare man söker, inte de personer som bäst kan anpassa sig efter ett av aktieägarna förutbestämt handlingsmönster.¹³

2.2.5 Risk

Ett exempel på ett tillfälle då skillnaden i preferenser mellan principal och agent blir tydlig är när det gäller risk. En viktig drivkraft bakom användandet av prestationsbaserad ersättning är att principal och agent typiskt sätt har olika inställning till risk. Principalen kan diversifiera sin risk genom att ha sina tillgångar placerade i en bred aktieportfölj, därmed kan han beskrivas som riskneutral. Om en tagen risk får ett negativt resultat så är det inte så allvarligt för principalen då det endast berör en bråkdel av hans ekonomiska tillgångar, principalen är dessutom medveten om att risk är nödvändigt för att få hävstång i placeringen. Agenten däremot är helt beroende av företagets fortlevnad eftersom han förlorar sin anställning om företaget skulle gå dåligt eller kanske rentav i konkurs. Agenten är därför att betrakta som riskaversiv vilket innebär att han undviker risk för att skydda sin position. För att få agenterna (ledningen) att bli mer benägna att ta risker kan ett incitamentsprogram baserat på aktier vara intressant då även agenten får intresse av att använda sig av den hävstång som risk innebär.¹⁴

Denna diskussion om risk är dock i hög grad teoretisk och kan inte appliceras på verkligheten i sin helhet. Vad gäller styrelseledamöter så kan de sägas hamna i en mellangrupp då många personer som tjänstgör i styrelser gör det i flera olika bolag och kan därmed sägas ha diversifierat sin risk och därmed inte kan klassas som fullt riskaversiva. Slutsatsen att ägarna skulle vara fullt riskneutrala är nog som mest träffande i bolag där aktieägandet är väldigt spritt, ägare som har alla sina tillgångar knutna i ett bolag visar rimligen drag av att vara riskaversiva. Just förutsättningen att ägandet är spritt gör också teorin mindre tillämplig på den svenska marknaden då den karaktäriseras av att många företag styrs av kontrollaktieägare. En annan svaghet i teorin är också att det endast är den risk som är knuten till det specifika företaget, företagsspecifik risk, som kan elimineras genom diversifiering. Det innebär alltid en risk att ha sina pengar investerade på aktiemarknaden (marknadsrisk) och denna går inte att undvika genom att diversifiera sina placeringar. Marknadsrisken påverkas i hög grad av makroekonomiska händelser och konjunkturen, något som i sin tur påverkar alla aktier.

¹³ Bergström, Samuelsson s. 37-38

¹⁴ Jones s. 407-408

Trots teorins svagheter och att den inte är formulerad med den svenska aktiemarknaden som mall så är det ändå en intressant aspekt i sammanhanget eftersom de olika aktörerna påverkas av den risk de utsätts för och kan låta den influera deras agerande.

2.2.6 Begreppet bolagsstyrning

Bolagsstyrning är ett relativt nytt begrepp som fått en central betydelse inom näringslivet. Begreppet definieras oftast som ett system för kontroll och styrning av företag. Huvudområdet inom bolagsstyrningen är kopplat till agentteorin och dess konflikter mellan principal och agent och de frågor som följer med detta.¹⁵ Bolagsstyrning är den svenska översättningen av ett engelskt begrepp, corporate governance. Det engelska begreppet föddes i mitten av 1980-talet även om frågorna som idag faller inom corporate governance diskuterades långt före det. Utvecklingen på området skedde främst i USA och den kulminerade i stiftandet av den mycket omfattande Sarbanes-Oxley Act (SOX) i början av 2000-talet. Denna reglering kom som ett svar på de enorma skandaler som inträffat rörande bolag som bl.a. WorldCom och Enron där aktieägarna blivit ordentligt förda bakom ljuset. Särskilt regler för kvalitetssäkring av finansiell information från företagen prioriterades i den nya regleringen.¹⁶

I Europa har utvecklingen varit annorlunda jämförd med i USA. En stor anledning till detta är hur marknaden är strukturerad. I USA är ägandet mycket spritt, företagen har i normalfallet väldigt många och små aktieägare vilket kan få effekten att bolaget i större utsträckning styrs av styrelsen än ägarna. I majoriteten av de europeiska länderna är normalfallet att företag styrs av kontrollaktieägare, d.v.s. aktieägare med sådan röststyrka att de av egen kraft kan styra företaget. Vanligtvis är det USA som sätter tonen för västvärlden inom det ekonomiska området men här har Europa tydligt tagit en annan väg, en väg som Storbritannien stakat ut. Genom Cadbury-rapporten¹⁷ tog man 1992 ledningen och har tjänat som inspirationskälla för resten av Europa, däribland Sverige. Ett av de viktigaste dragen i den brittiska regleringen som Sverige valt att följa är användandet av självreglering. Med självreglering menas att området inte regleras genom lag utan genom regler stiftade av marknadsorganisationer.¹⁸ Självreglering förekom i Sverige på detta område redan tidigare, vilket jag får tillfälla att återkomma till senare, men Storbritanniens vägval gav Sverige legitimitet att fortsätta på detta spår. I Sverige bidrar bl.a. Aktiemarknadsnämnden (AMN), Kollegiet för svensk bolagsstyrning och Näringslivets Börskommitté (NBK) till regelmassan och utvecklandet av begreppet ”god sed på värdepappersmarknaden”. Trenden på senare tid har varit att AMN vuxit i betydelse medan NBK har minskat i betydelse. NBK:s minskade betydelse har framför allt grund i att de områden de i första hand gav ut rekommendationer kring numera är lagreglerade till följd av europeiska harmoniseringssträvanden. I maj 2010 beslutades till slut att NBK skulle läggas ned och dess kvarvarande arbetsuppgifter överförs till Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Samma

¹⁵ Sevenius s. 11

¹⁶ Sevenius s. 40-41

¹⁷ Cadbury-rapporten inkorporerades senare i ”the Combined Code” vilket idag är det viktigaste regelverket gällande bolagsstyrning i Storbritannien. Sevenius s. 43

¹⁸ Sevenius s. 43

harmoniseringssträvanden som minskade NBK:s betydelse gjorde AMN:s betydelse större då de fick uppgiften att agera beslutsfattare i bl.a. vissa ärenden rörande budplikt.¹⁹ Jag kommer att återkomma till dessa organisationer senare i texten då de spelar en viktig roll i regleringen gällande incitamentsprogram.

3 INCITAMENTSPROGRAM

3.1 Programmens syfte

Tanken med incitamentsprogram är i första hand att se till att styrelsen och ägarna har samma mål, men det är inte det enda skälet. Konkurrens om nyckelpersoner eller styrelseledamöter med särskild kompetens gör att incitamentsprogrammen ofta även kan motiveras av ett behov att få behålla befintlig, särskilt viktig, personal eller locka till sig spetskompetens. Detta är särskilt viktigt inom kunskapsintensiva branscher. I många fall används incitamentsprogram även som belöning för goda prestationer före införandet av programmet, snarast som en bonus eller gratifikation.²⁰

Att använda sig av aktierelaterade incitamentsprogram har fördelen att programmets utfall kopplas till den värdemässiga utvecklingen av företaget. Genom att företagets utveckling styr hur väl ersatt personen blir så kopplas hans målsättning till ägarens, som också har högt värde som mål. För att deltagaren skall gynnas av programmet krävs således att aktierna ökar i värde under den period programmet uppställts för.

3.2 Brister

Även om grundtanken bakom incitamentsprogram är logisk och bör leda till en sammankoppling av ägarens och deltagarens intressen så finns det vissa brister i praktiken. Om företagets marknad förändras på ett för företaget negativt sätt eller om konjunkturen går ned så är sannolikheten att värdet på företagets aktier sjunker stor. Styrelsens och arbetstagares handlande för företagets bästa får då en i jämförelse med andra variabler liten roll för värdeutvecklingen. Under sådana förutsättningar ger ett aktierelaterat program mycket lite incitament för deltagarna. Om deltagarna genom lån eller med egna pengar betalat för att få vara med i incitamentsprogrammet kan även ett brett missnöje sprida sig, som en effekt av detta riskerar man att förlora viktig personal. Att ledningen blir misstrodd är också en möjlighet om de vid programmets sjösättning uttalat sig positivt om aktiens utveckling.²¹

¹⁹ Jansson s. 93-100

²⁰ Borg s. 23

²¹ Borg s. 30

På samma sätt som marknads- och konjunkturförändringar kan göra utfallet sämre kan det också göra utfallet bättre. Att deltagarna belönas för värdeökning som beror på faktorer de inte är ansvariga för är ett problem. När kopplingen mellan prestation och värde rubbas tappar man incitamentet och programmet genererar istället en omotiverad ersättning till deltagarna på aktieägarnas bekostnad.

För att få ett rimligt utfall och behålla incitamentsfunktionen i programmet är dess konstruktion viktig. Hur man utformat programmen har varierat över tid och man har allt eftersom lärt sig av misstag och idag är konstruktionerna ofta komplicerade för att nå lämpliga styreffekter. Hur företaget respektive deltagaren beskattas har också mycket stor påverkan på programmets utformning.²²

Många typer av program kan också kritiseras för att de har en tendens att belöna framgång men å andra sidan inte bestraffa misslyckande. På så vis är det principalen som står risken för konstruktionen. Agenten får en morot men utsätts inte på något mer direkt sätt av en piska utöver de som är inbyggda i regleringen kring aktiebolaget. Indirekt kan agenten dock påverkas av det eventuella gruppträck han utsätts för i och med att fler än han själv får ersättning som bestäms av t.ex. aktiens värde och om han då gör en så dålig insats att det skadar företagets värde så skadas även de andra deltagarna i programmet.²³

Det finns även möjlighet till att konflikt kan komma upp samband med utdelning från bolaget. Styrelsen har på sitt bord att ge förslag till utdelning. Är incitamentsprogrammet uppbyggt av optioner så är utdelning negativt för värdet på aktien och för deltagarnas ekonomiska utfall till följd av programmet. Risken finns då att ledningen inte föreslår någon utdelning eller föreslår en lägre utdelning än ägarna hade gjort om de haft samma kännedom i företagets förhållanden.²⁴

3.3 Fungerar incitamentsprogram?

Enligt en undersökning av Bruce och Buck 1997 så är olika typer av optioner kopplade till aktier en av få prestationsbaserade ersättningsmodeller där man faktiskt kunde fastställa att det fanns en koppling mellan prestation och belöning. I en undersökning av Oswald och Jahera 1991 fann man en positiv koppling mellan ledande befattningshavares ägande av aktier i bolaget och bolagets avkastning. Slutsatsen visade på att företag där ledningen hade större aktieinnehav hade bättre avkastning och att ägandet verkade vara fördelaktigt för företaget i det långa perspektivet.²⁵

²² Se avsnittet om personaloptioner

²³ Ur studien "Executive reward and corporate governance" av A. Bruce och T. Buck, refererad till i Jones s. 408-409

²⁴ Borg s. 30

²⁵ Ur studien "The influence of ownership on performance, an empirical study" av S. Oswald och J. S. Jaheera, refererad till i Jones s. 409-410

3.4 Olika typer av incitamentsprogram

Incitamentsprogrammen kan konstrueras på många olika sätt och med flera olika instrument som byggstenar. För förståelsen av den fortsatta framställningen och de regler som omfattar olika program så kommer nu ett antal olika instrument och deras användande i incitamentsprogram att presenteras.

3.4.1 Köpoptioner

Ett incitamentsprogram baserat på köpoptioner innebär ingen emission av nya aktier, dock innebär det en överlåtelse av aktier. För innehavaren av en köpoption innebär den rättigheten att vid en viss tidpunkt (lösentidpunkt) eller under en viss tidsperiod (löptid) köpa en viss mängd aktier till ett i förväg bestämt pris (lösenkurs). Någon skyldighet att köpa aktier har innehavaren inte, därför finns ingen risk för innehavaren att förlora pengar på affären så länge han inte betalat för att anskaffa optionen.²⁶ Innehavaren gör då en god affär om aktiekursen har gått upp och förbi lösenkursen (plus eventuell köpeskillning för optionen i sig) vid den tidpunkt han löser in optionerna. Innehavaren kan sedan välja om han vill behålla sina aktier och hoppas på ytterligare värdestegring eller sälja och realisera sin vinst. Om aktiekursen inte nått upp till lösenkursen så kommer innehavaren helt enkelt inte att utnyttja sin köpoption eftersom det skulle vara en ren förlustaffär. Om aktiekursen aldrig når upp till lösenkursen plus köpeskillningen för optionen så går innehavaren med förlust. Innehavaren kommer dock att utnyttja sin option även om den bara når över lösenkursen exklusive köpeskillningen eftersom han då får tillbaka skillnaden mellan lösenkursen och aktiekursen och kan täcka en del av köpeskillningen för optionen.

När man använder sig av köpoptioner kan man gå till väga på två olika sätt. Alternativ ett är att bolaget gör ett återköp av aktier²⁷ från marknaden som man sedan använder för att täcka upp sina åtaganden enligt programmet. Alternativ två är att en huvudaktieägare eller annan tredje part avtalar med bolaget om att täcka upp bolagets åtaganden med aktier från sitt innehav.²⁸ Alternativ två var länge det enda alternativet då det före år 2000 var förbjudet för bolag att köpa tillbaka sina egna aktier.²⁹

3.4.2 Teckningsoptioner

Den stora skillnaden mellan en köpoption och en teckningsoption ligger i att en köpoption avser redan existerande aktier medan en teckningsoption avser nya aktier som ges ut i samband med inlösen av optionen. För deltagaren i ett incitamentsprogram uppbyggt av teckningsoptioner är skillnaden jämfört med ett program baserat på köpoptioner liten. Förfarandet är i stort detsamma, deltagaren förvärvar optionen (med eller utan att premie erläggs) och vid gynnsam kursutveckling kan han till ett fördelaktigt pris förvärva aktier. För aktieägarna är skillnaden desto större då utfärdande av nya aktier innebär en utspädning av deras innehav. Med utspädning menas att varje

²⁶ Borg s. 48

²⁷ ABL 19:13

²⁸ Borg s. 49 samt De Ridder s. 327

²⁹ Publika aktiebolag tilläts år 2000 genom Lag 2000:66 att under vissa förutsättningar förvärva sina egna aktier.

aktie efter de nya aktierna utgivits representerar en mindre andel av företaget än innan. Detta kan, om priset på de nya aktierna sätts lägre än marknadspris, innebära att värdet på varje enskild aktie sjunker. Utgivandet av nya aktier kan vid riktade emissioner också påverka förhållandena i röststyrka mellan olika aktieägare. Detta beror på att undantag görs ifrån huvudregeln att alla aktieägare får möjlighet att teckna nya aktier i emissionen i förhållande till storleken på sitt innehav.

Det har inte alltid varit tillåtet att ge ut fristående teckningsoptioner. Innan den nya aktiebolagslagen kom var en teckningsoption tvungen att ges ut förenad med ett skuldebrev.³⁰ Teckningsoptioner som kopplats samman med ett lån på detta sätt kallas allmänt optionslån. När optionslån användes i incitamentsprogram sågs skuldebrevsdelen av konstruktionen mest som ett hinder, detta eftersom syftet med ett incitamentsprogram inte är att finansiera verksamheten utan endast ge de anställda ett incitament. Lånet brukade därför sättas till ett lågt belopp för att strax efter emissionen av optionslånen skiljas från optionsdelen och betalas tillbaka. På så vis blev personen ändå till slut ägare till en fristående teckningsoption.³¹ Att regleringen var så lätt att kringgå var också skälet för lagstiftaren att i samband med den nya aktiebolagslagen ta bort kravet på lånekoppling. Eftersom teckningsoptioner kopplade till skuldebrev har andra användningsområden, t.ex. vid bolags kapitalanskaffning, så finns möjligheten att utfärda sådana kvar.³² Som följd till denna förändring beslöt lagstiftaren även att ge möjligheten att utge teckningsoptioner (och konvertibler) med karaktären av enkelt skuldebrev, den tidigare ordningen var att de alltid behandlades som löpande skuldebrev. Man menade att det inte alltid är lämpligt att en teckningsoption utan koppling till lån skall behandlas som löpande skuldebrev, t.ex. vid företagsrekonstruktioner. Lagstiftaren valde att lämna fältet öppet för alla typer av teckningsoptioner och konvertibler att utfärdas både som löpande och enkla skuldebrev.³³

3.4.3 Konvertibla skuldebrev

En konvertibel är ett skuldebrev som aktiebolaget ger ut som är kopplat till utfästelse om att innehavaren av skuldebrevet kan eller alternativt skall konvertera en del av eller hela sin fordran till aktier i bolaget. Konvertibeln kan precis som teckningsoptionen vara både enkelt och löpande skuldebrev.³⁴

Innehavaren av en konvertibel där konvertering är valfritt får genom detta en fördel. Utvecklar sig företagets värde i en positiv riktning så kan han välja att konvertera sin fordran och på så vis tjäna på aktiens uppvärdering. Skulle utvecklingen inte vara gynnsam så kan innehavaren välja att stanna kvar som fordringsägare och istället få ränta som avkastning. För företaget ligger en fördel i att man kan

³⁰ Andersson, Johansson, Skog 14:3

³¹ Borg s. 76-77

³² Prop 2004/05:85 s.342

³³ Prop 2004/05:85 s. 343 samt SOU 1997:22

³⁴ ABL 11:4

finansiera verksamheten med ett billigt lån, detta eftersom man kan sätta räntan lägre när man lockar med möjligheten att konvertera.³⁵

3.4.4 Syntetiska optioner

Syntetiska optioner är egentligen inte optioner eftersom de inte ger någon rätt att i framtiden förvärva aktier. Den syntetiska optionen är ett avtal om kontant betalning från företaget vid en viss tidpunkt, en betalning vars storlek bestäms av företagets akties värdeutveckling. Denna s.k. slutregleringslikvid är vanligtvis mellanskillnaden mellan det lösenpris som bestämts och aktiens värde vid en viss framtida tidpunkt.³⁶

En positiv sida av de syntetiska optionerna är att de inte medför någon utspädning för aktieägarna. För mindre företag är det dessutom smidigt då deltagaren vid incitamentsprogrammets slut inte behöver leta efter en köpare till några förvärvade aktier på en i många fall illikvid marknad. Detta eftersom inlösen av optionen sker genom en kontant utbetalning.³⁷

En baksida som de syntetiska optionerna har är att man missar den förlängda incitamentseffekt som kommer av att anställda och ledande befattningshavare blir aktieägare i bolaget. En annan negativ sida är att de kontanta utbetalningarna direkt belastar bolagets resultat. Med t.ex. teckningsoptioner så belastas aktieägarna istället kollektivt för kostnaderna programmet medför och kostnaden tar sig aldrig in på resultaträkningen. För att motverka den negativa effekten på företagets resultat vid syntetiska optioner är det vanligt att man använder sig av s.k. *hedging*.³⁸

3.4.5 Aktiesparprogram

Aktiesparprogram kan se ut på många olika sätt. En grundläggande skillnad jämfört med tidigare presenterade konstruktioner av program är dock att de är uppbyggda av aktier istället för någon form av optioner eller konvertibler. Detta betyder dock inte att aktiesparprogrammen nödvändigtvis saknar likheter med ett optionsupplägg. Programmen kan skilja sig åt ganska mycket varför det är svårt att beskriva dessa enhetligt, därför väljer jag att istället visa två olika exempel.

Ett av sätten är att bygga upp programmet med hjälp av s.k. matchningsaktier. Så har man gjort i Nordeas program LTIP 2009. Programmet är uppbyggt så att varje deltagare erbjuds teckna aktier i bolaget till ett pris överensstämmande med marknadspriset. För varje aktie deltagaren tecknar följer vissa rättigheter benämnda A, B, C och D. Rättighet A ger deltagaren rätt att vid en framtida tidpunkt förvärva en aktie i bolaget för en euro, denna aktie benämns matchningsaktie. Rättighet B, C och D innebär även de en rätt att vid en framtida tidpunkt förvärva en aktie per rättighet. Men med skillnaden att priset här är en halv euro och att vissa prestationsbaserade krav uppfyllas för att de skall få utnyttjas. Följaktligen benämns dessa aktier prestationsaktier. För att rättigheterna A-D skall kunna utnyttjas så måste deltagaren också behålla alla de genom programmet förvärvade

³⁵ Skog s. 60

³⁶ Borg s. 106

³⁷ Borg s. 106

³⁸ Borg s. 107

aktierna under en kvalifikationstid av två år. Det pris deltagarna i programmet betalar för matchnings- och prestationsaktier är kraftigt nedsatt i jämförelse med marknadsvärdet.³⁹ Om man ser rent praktiskt på hur programmet är uppbyggt så pratar man om rättigheter att under vissa förutsättningar i framtiden förvärva aktier. En sådan konstruktion får sägas ha stora likheter med optioner.

Skanska bygger upp sitt aktiesparprogram på ett annat sätt. Där får de anställda köpa Skanska-aktier för en viss procent av sin lön varje månad. Om företaget når sina mål finns möjlighet för de anställda att bli tilldelade ytterligare aktier under programmets löptid. Slutligen delas det ut en aktie per varje fyra köpta aktier när programmet avslutas, detta för att främja personalens lojalitet. Här saknas de likheter med optioner som finns i Nordeas program. I förstälaget köper den anställda kontinuerligt aktier och eventuell ytterligare tilldelning styrs inte av ett val att utnyttja en rättighet utan genomförs med automatik om företaget är framgångsrikt och om personen stannar i företaget tills programmets tidsspann är över.⁴⁰

En viktig skillnad med aktiesparprogram jämfört med program uppbyggda av någon form av optioner är att de som deltar i programmet även utsätts för den nedsida som blir om det inte går bra för företaget och/eller aktien sjunker av annan anledning. Om aktien sjunker och deltagaren har teckningsoptioner så sjunker dessas värde snabbt till noll. Om deltagare istället har aktier så är inte värdet på innehavet noll förrän företaget är i konkurs. Detta tillsammans med att deltagaren ofta investerat egna pengar i programmet gör att han får ett incitament att prestera bättre även när aktien gått ned mycket eftersom det aldrig blir lönlöst som det kan bli när avståndet till lösenkursen blir stort i ett optionsprogram. Genom att deltagarna ”bestraffas” när aktien går ned i värde så uppmanar dessa program inte till risktagande på samma sätt som optionsprogram. Huruvida detta är positivt eller ej kan skilja sig mellan olika företag då varje företag har olika omständigheter att anpassa sig till. Baksidan av myntet är dock som nämnts att det kan ge upphov till missnöje. Företaget kan i deltagarens ögon ha lockat med guld och gröna skogar och om konjunkturen vänder till det sämre minskar värdet av deltagarens innehav, ett innehav han eller hon själv betalat för.

3.4.6 Begreppet personaloption

Personaloptionen kan som begrepp vara lätt att missförstå som ett samlingsnamn på optioner som är avsedda för anställda. Innebörden är dock en helt annan och civilrättsligt sett inte en egen typ av option. Begreppet har sin källa inom skatterätten där en option som uppfyller vissa kriterier klassas som personaloption och får en annan skattemässig behandling än andra optioner.

Förutsättningen för att en option skall anses vara en personaloption är bl.a. att den *inte* anses utgöra värdepapper enligt 10:11 st 1 i inkomstskattelagen. För att optionen skall utgöra värdepapper krävs att innehavaren har en ovillkorlig rätt att förfoga över den antingen genom att lösa in den eller genom att överlåta den. Begreppet personaloption är alltså öronmärkt för optioner förenade med

³⁹ 2010-01-04 stängde Nordeas aktie på ett värde av 7,24 €.

⁴⁰ Nohrstedt; <http://www.byggvarlden.se/>

förfoganderättsinskränkningar. Dessa inskränkningar kan vara olika till innebörd, t.ex. kan det finnas en kvalifikationstid innan man kan förfoga över optionen eller att optionen förfaller om anställningen upphör. Hur ingripande dessa inskränkningar behöver vara för att optionen skall anses vara personaloption är dock inte helt klarlagt och omgärdas av en del osäkerhet.⁴¹

Kännetecknande för personaloptioner är också att löptiden är lång, ofta runt 10 år.⁴² Ytterligare ett krav för att en option skall vara en personaloption är att optionen erhålls med anledning av anställningen.⁴³

Som sagt är denna klassificering av stor vikt för hur företaget och den anställde kommer att beskattas. För innehavaren innebär personaloptionen att denna förmån inte beskattas förrän den utnyttjas eller överläts. Ingen beskattning äger således rum när den anställde förvärvar optionen i sig. För arbetsgivaren innebär överlåtelsen av denna förmån att de får avdrag för den del den klassas som lön.⁴⁴ Personaloptionen kan dock även generera stora kostnader för företaget i och med att man är tvungen att betala sociala avgifter i den mån ersättningen blir att anse som lön.⁴⁵

3.5 Statistik över användandet av olika typer av program

Den vanligaste typen av incitamentsprogram är personaloptioner och teckningsoptioner som vardera representerar 28 %.⁴⁶ Trenden tyder just nu på att aktiesparprogram och teckningsoptioner stiger i popularitet, medan personaloptionerna minskar i popularitet.⁴⁷

Incitamentsprogram som byggde på konvertibler var som vanligast under 1980-talet, inte mindre än 200.000 personer beräknades då sammanlagt delta i ett sådant program.⁴⁸ I mars 2001 hade programmets popularitet sjunkit rejält och konvertibelprogram pågick endast i ett 40-tal börsbolag.⁴⁹ Av de program som föreslogs på bolagsstämmor i noterade⁵⁰ bolag under 2008 så var endast åtta procent baserade på konvertibler.⁵¹ Bland mindre företag fortsätter konvertibeln dock att vara ett attraktivt instrument. Särskilt mindre tillväxtbolag drar fördel av konvertibelprogrammets funktion av att båda finansiera verksamheten samtidigt som man ger anställda och ledande befattningshavare incitament.⁵²

⁴¹ Edvardsson s. 117 ff samt prop. 1997/98:133 s. 24

⁴² Prop. 1997/98:133 s. 24

⁴³ Borg s. 43

⁴⁴ Lodin, Lindencrona, Melz, Silfverberg s. 282

⁴⁵ AMN 2002:1 p. 3.2 samt Lodin, Lindencrona, Melz, Silfverberg s. 650

⁴⁶ Incitamentsprogram I svenska börsnoterade bolag 2008, KPMG.

⁴⁷ Aktiebaserade incitamentsprogram i noterade bolag, studie 2008, Öhrlings PWC

⁴⁸ Lombach, Cederlund s. 195

⁴⁹ Skog, Balans 4/2001 s. 28

⁵⁰ Studien omfattar OMX nordic exchange Stockholm, NGM-börsen samt First North.

⁵¹ Aktiebaserade incitamentsprogram i noterade bolag, Studie 2008, Öhrlings PWC s. 3-4.

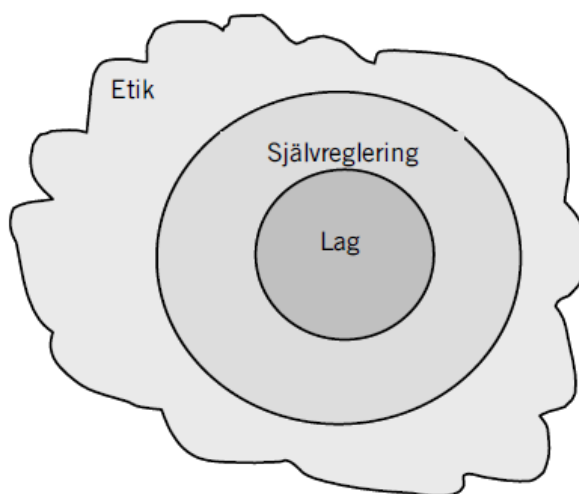
⁵² Borg s. 104

Andra trender är att man i spåren efter finanskraschen höjt kraven på deltagarna i programmen, bl.a. genom att höja lösenkurserna på optioner och genom hårdare prestationskrav. Man ser också att komplexiteten i programmen ökar och att nyckelpersoner i större utsträckning får specialkonstruerade program.⁵³

4 REGELSTRUKTUREN

4.1 Översikt

Som nämnts tidigare så är detta juridiska område reglerat såväl genom lagstiftning som genom s.k. självreglering från olika näringslivsinstanser. Utöver detta styrs aktörernas agerande även av etiska hänsynstaganden. För att ge en tydlig insikt i områdets speciella karaktär följer en översiktlig genomgång av de regelmassor som är av störst vikt. Genomgången är uppdelad i två underrubriker, lagregler och självreglering. De etiska aspekterna kommer att behandlas senare i uppsatsen.



4.2 Lagregler gällande incitamentsprogram

4.2.1 Leo-lagen

Genom en ändring i 1944 års Aktiebolagslag möjliggjordes 1973 att aktiebolag gör s.k. riktade emissioner, en typ av kontantemissioner som erbjuder vissa bestämda subjekt. Aktiebolagen fick på så vis en möjlighet att göra undantag från huvudregeln om existerande aktieägares företrädesrätt vid emissioner.⁵⁴ Efter hand kom denna möjlighet att användas allt mer. Särskilt under 1980-talet ökade emissioner framförallt till personer i företagens ledningar, men även till andra anställda.⁵⁵

Hösten 1985 uppdagades vad som senare skulle komma att kallas Leo-affären. AB Leo stod inför börsnotering och i samband med detta erhöll ledande befattningshavare i så väl AB Leo som i närstående bolag aktier i AB Leo till mycket förmånliga villkor.

⁵³ Aktiebaserade incitamentsprogram i noterade bolag, Studie 2008, Öhrlings PWC s. 3

⁵⁴ Andersson, Johansson, Skog 16:1

⁵⁵ Svensson, Danelius s. 150

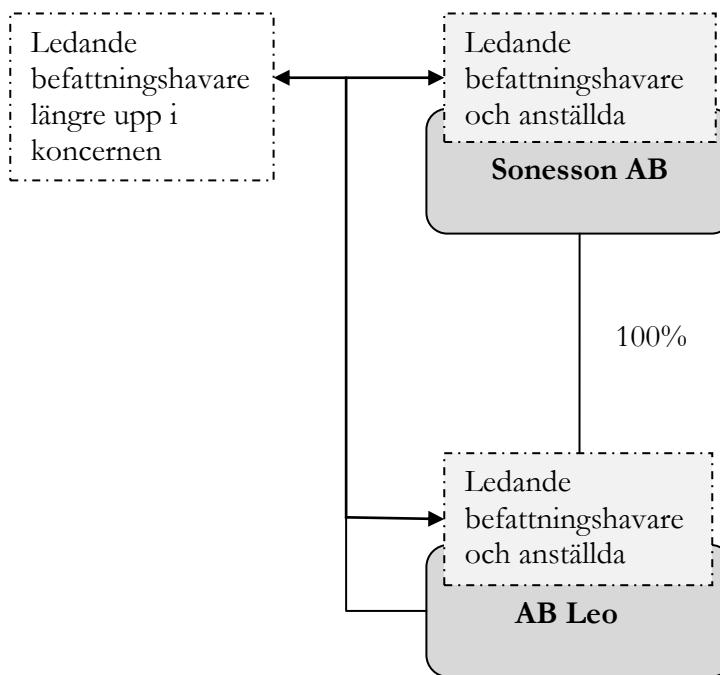
AB Leo var helägt av ett bolag som hette Sonesson AB. Ledningen i Sonesson AB kunde då genom sin fullständiga röstmajoritet genomföra en emission i AB Leo utan att hänskjuta frågan till bolagsstämman i Sonesson AB.

Stora poster av aktier tilldelades bl.a. ledande befattningshavare och anställda i såväl AB Leo som Sonesson AB samt koncernchefen och VD:n i Volvo som var stor aktieägare i Sonesson AB. Villkoren var mycket förmånliga.

Debatten som följde byggde på etiska resonemang där man menade att detta förfarande var aktiebolagsrättsligt oetiskt.⁵⁶ Leo-lagen är resultatet av denna debatt och är i stort sett skraddarsydd efter vad som hände i denna affär. Lagstiftaren visade stor handlingskraft och

fick snabbt reglerna på plats. Lagens allmänna syfte är att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.⁵⁷ I detalj syftar dock lagen även till att öka genomlysningen vid åtgärder liknande dem i Leo-affären samt att se till att aktieägarna ges möjlighet att ta ställning till förslag om dylika överföringar och de villkor som omger dem. Styrelse och ledning skall hindras från att enkelt och på egen hand få till stånd dessa transaktioner.⁵⁸

Lagens grundläggande konstruktion består av att beslut i publika bolag och dotterbolag om emissioner och överlåtelse av aktier, optioner och dylikt till fysiska och juridiska personer som står bolaget nära endast kan tas med bolagsstämmobeslut med en mycket hög majoritet i det högsta publika bolaget i koncernen. Leo-lagen fanns från början i en egen lag, (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m., men flyttades i samband med den nya aktiebolagslagen (2005:551) in till dess 16:e kapitel.



⁵⁶ Ds Fi 1986:21

⁵⁷ Borg s. 33 och Prop 1986/87 s. 27

⁵⁸ Borg s. 32 och Lombach, Cederlund s. 194 ff.

4.2.2 Förtroendeutredningen

4.2.2.1 Utredningens orsak och syfte

Under 1990-talet noterades att allmänhetens förtroende för näringslivet stadigt försämrades. På grund härav beslutade regeringen i september 2002 att en utredning skulle tillsättas, förtroendeutredningen. Utredningen resulterade i SOU 2004:47 ”Näringslivet och förtroendet”. Man kom fram till att en av orsakerna till att förtroendet skadats var brister i ersättningssystemen. Främst kritiserade man den slutenhet som var norm kring systemen och att även om systemen var formellt sett var tillgängliga så var de svåra att överblicka och värdera.⁵⁹ För att aktieägarnas förtroende inte skall missbrukas ansåg man att beslutsformen var central. Aktieägarnas insyn behövde således stärkas och en regel om att ersättningsfrågan måste diskuteras på bolagsstämman ansågs som en naturlig väg.⁶⁰

En nyckelfråga blev huruvida regleringen skulle komma till stånd genom lagstiftning eller självreglering. Utan att underkänna självregleringen som sådan och dess vikt för rättsområdet i allmänhet så menade man dock att den inte kunde tänkas ha någon större effekt när det gäller att öka allmänhetens förtroende, inte på samma sätt som en lagstiftning skulle uppnå detta mål.⁶¹ Nedan behandlas två lagstiftningsprodukter som följde av förtroendeutredningen. Förtroendeutredningen ledde också till att Sverige sent omsider fick en bolagsstyrningskod, denna behandlas under nästa avsnitt som handlar om självregleringen.

4.2.2.2 Styrelsens ersättning

En lagstiftningsprodukt av förtroendeutredningen är att det i aktiebolagslagen idag framgår att ersättningen till styrelseledamöter skall beslutas av bolagsstämman. Innan denna lag stadgades inget i aktiebolagslagen om hur beslut om ersättning till styrelseledamöter skulle gå till. I praktiken så togs detta beslut av bolagsstämman även innan regelns tillkomst då styrelseledamöterna är att anse som jäviga i frågor gällande avtal mellan ledamoten och bolaget. Utredningen kom fram till att det trots att praxis redan var att bolagsstämman tog beslutet så var det av förtroendeskäl viktigt att det fastslogs i lag. Ett vanligt sätt att bestämma omfattningen av ersättningen till styrelsen var att man på bolagsstämma beslutade om en klumpsumma till styrelsen gemensamt som sedan fick fördelas mellan ledamöterna. Förtroendekommissionen lade fram ett förslag som kom att omöjliggöra detta tillvägagångssätt. Förtroendekommissionen menade att ersättningen borde bestämmas för varje ledamot enskilt. Förslaget godtogs och lagen stadgar numera att ersättningen skall beslutas för ”var och en”. Motiveringen till detta är att man genom en specificering på individnivå får till en ökad genomlysning och aktieägarna ges större möjlighet att bedöma skäligheten i ersättningen.⁶²

⁵⁹ SOU 2004:47 s. 136-137

⁶⁰ Prop. 2005/06:186 s. 35

⁶¹ SOU 2004:47 s. 144 ff.

⁶² Prop. 2005/06:186 s. 40-41

4.2.2.3 Lagen om riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare

En andra lagstiftningsprodukt av förtroendeutredningen är tillkomsten av regler i ABL om att bolagsstämman skall fastställa riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare i aktiemarknadsbolag. Med begreppet ledande befattningshavare utesluter man här styrelsen vars ersättning som nämnts ovan beslutas av bolagsstämman direkt. Riktlinjerna skall omfatta såväl kontant ersättning som ersättning via överlåtelser av aktier eller teckningsrätter av något slag. Dessa riktlinjer fastställs på bolagsstämman och gäller sedan till nästa bolagsstämma. En punkt som är viktig att lyfta fram för denna uppsats är att ersättningar som omfattas av Leo-lagen inte skall omfattas av riktlinjerna då man anser det olämpligt att ha två överlappande regelverk.⁶³

Något som sannolikt hade stor påverkan på denna reglering är EG:s rekommendation på området (2004/719/EG). Rekommendationer är som bekant inte bindande för medlemsländerna utan endast ett riktmärke för hur man bör göra. Något krav på att en åtgärd skall ske lagstiftningsvägen finns inte utan medlemsländerna kan lika gärna välja att låta självreglering råda.

Att införa en lag om principer för ersättning till ledande befattningshavare var ett ganska stort antal remissinstanser kritiska emot. Bl.a. tyckte Svenskt Näringsliv att frågan om ersättning skulle få en alltför central plats på bolagsstämman på bekostnad av bolagets långsiktiga frågor samt att ersättningsfrågor i allmänhet är för komplexa för att behandlas på bolagsstämma. Man tyckte också att dessa frågor istället borde kunna behandlas i självregleringen, närmare bestämt bolagsstyrningskoden som man ansåg ännu inte fått en ärlig chans att visa vilka effekter den kunde uppnå. I propositionen till lagen säger man dock att graden av detaljrikedom i riktlinjerna är upp till de individuella företagen att avgöra. Poängen med reglerna är att ge aktieägarna översiktlig information och möjlighet att påverka ersättningens utformning.⁶⁴

Trots att reglerna ännu inte varit gällande särskilt länge har de redan givit upphov till missnöje. Bland annat hävdas att besluten som tas om principer lätt blir intetsägande eftersom det är svårt för aktieägarna att ta till sig informationen om de komplicerade programmen på ett tillfredsställande sätt. Man menar att bolagsstämmans beslut inte har någon funktion om beslutet ändå inte är frukten av ett övervägande byggt på fullständig information. Uppenbarligen har kritiken från när lagen kom till kvarstått. Reglerna tas dessutom upp som ett problem i den statliga utredningen SOU 2009:34 och ett förslag läggs fram om att reglerna åter skall förpassas till självreglering, i bolagsstyrningskoden precis som de kritiska remissinstanserna ville ha det i utredningen som föregick reglernas införande i lag.⁶⁵

⁶³ Prop. 2005/06:186 s. 46-47

⁶⁴ Prop. 2005/06:186 s. 46-47

⁶⁵ SOU 2009:34 s. 315

4.3 Självregleringen

För att göra självregleringen mer överskådlig och öka dess effektivitet så samlade man i november 1995 näringslivets självreglering i en gemensam organisation, *Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden*. I föreningen finns följande sakorgan samlade: *Aktiemarknadsnämnden*, *Kollegiet för svensk bolagsstyrning*, *Näringslivets börskommitté*, *Rådet för finansiell rapportering* och *Expertpanelen för finansiell rapportering*.⁶⁶ Det organ som har allra störst betydelse för regleringen kring incitamentsprogram är Aktiemarknadsnämnden. Även Kollegiet för bolagsstyrning har dock stor betydelse då de har som uppgift att förvalta och utveckla den svenska bolagsstyrningskoden.

Självreglering som sådan saknar koppling till lag och omfattas därmed inte av lagens sanktioner. Företagen binds dock till självregleringen genom de villkor för emittenter som ställts upp av börserna, därmed kan börserna utdöma sanktioner. Därtill kan avvikelser från självregleringen skada utomståendes förtroende för företaget. Dessa sanktioner kommer att behandlas närmare efter presentationen av Aktiemarknadsnämnden och Bolagsstyrningskoden nedan.

4.3.1 Svensk kod för bolagsstyrning

Förtroendekommissionens arbete mynnade bl.a. ut i att den s.k. kodgruppen bildades som ett samarbete mellan förtroendekommissionen och ett antal näringslivsorganisationer. Denna grupp fick till uppdrag att utforma en svensk bolagsstyrningskod, i vardagligt tal benämnd ”koden”. Koden infördes 1:e juli 2005 och gällde till en början endast de börsbolag som var listade på stockholmsbörsens A-lista samt de bolag på O-listan som hade ett marknadsvärde på över 3 miljarder. Den 1:e juli 2008 reviderades koden. En av ändringarna var att dess tillämplighet nu breddades för att omfatta bolag av alla storlekar som var upptagna till handel på en svensk reglerad marknad. Övriga förändringar i revideringen av koden hänförde sig främst till förkortningar och förenklingar av den ursprungliga koden samt en anpassning till de mindre företagens behov.⁶⁷ En konkret förändring var att de stadganden i koden som hade sin motsvarighet i de nya lagreglerna i ABL om principer för ersättning till ledande befattningshavare togs bort eftersom de med lagreglering på området saknade betydelse.⁶⁸ Kollegiet för svensk bolagsstyrning har idag till uppgift att förvalta koden och analysera dess tillämpning. När det anses motiverat gör man dessutom ändringar i koden.⁶⁹

Kodens syfte är att tillsammans med aktiebolagslagen och annan offentlig reglering sätta en högre norm för vad som skall anses som god bolagsstyrning. Man poängterar att med god bolagsstyrning menar man att ägarnas intressen skall genomsyra arbetet med att driva företaget. Genom att ägarnas intressen skyddas menar man att allmänhetens såväl som svensk och internationell kapitalmarknads förtroende för den svenska aktiemarknaden stärks.⁷⁰ Ett skadat förtroende för aktiemarknaden skulle

⁶⁶ SOU 2009:34 s. 300 och http://www.godsedpavpmarknaden.se/om-foreningen__3

⁶⁷ <http://www.bolagsstyrning.se/koden/historik> samt SOU 2009:34 s. 302

⁶⁸ SOU 2009:34 s. 304-305

⁶⁹ Svensk kod för bolagsstyrning p. I.4

⁷⁰ <http://www.bolagsstyrning.se/koden/syfte>

kunna göra att de svenska börsbolagens tillgång till kapital via kapitalmarknaden minskade och därigenom kan dynamiken och tillväxten i den svenska ekonomin hämmas.⁷¹

Koden använder sig av en modell som kallas ”följ eller förklara”⁷² vilket innebär att man får göra avsteg från den, under förutsättning att man tydligt anger att man gjort det. Det skall också framgå hur man gjort istället och varför.⁷³ Att konstruera bolagsstyrningskoden enligt denna modell är inspirerat av den brittiska motsvarigheten, the Combined Code.⁷⁴ Syftet med detta är att man kan lägga nivån på reglerna på en sådan hög nivå att det faktiskt kan förväntas leda till en god bolagsstyrning. Att motiverade undantag kan göras gör att koden ändå är flexibel och tar hänsyn till att alla företag inte är stöpta i samma form.⁷⁵ Något som bör uppmärksammas är att vissa av de regler som finns i koden även finns reglerade i tvingande lag. Naturligtvis kan ”följ eller förklara” ej tillämpas vad gäller dessa regler.⁷⁶

Kodens förvaltare, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, har inte som uppgift att övervaka kodens efterlevnad eller döma den som bryter mot den. Istället finns möjligheten att be AMN om ett uttalande om hur koden skall tolkas i ett visst fall.

4.3.2 Aktiemarknadsnämnden

4.3.2.1 Tillkomst

Som resultat av Leo-affären startades aktiemarknadsnämnden. En upphettad debatt hade tagit fart när affären uppdagades och inom det privata näringslivet var man orolig för överdrivna reaktioner från statligt håll. I ett försök att hindra statlig inblandning grundades aktiemarknadsnämnden som ett organ för självreglering. Den enorma ökningen i handel med aktier i början av 80-talet hade gjort att planer på ett liknande organ redan fanns, men planerna skyndades nu på av det trängande behov som uppstått. Initiativtagare var Sveriges Industriförbund (idag Svenskt Näringsliv) och Stockholms Handelskammare.⁷⁷

4.3.2.2 Verksamhet

AMN skall enligt sina stadgar genom rådgivning, uttalanden och information främja god sed på aktiemarknaden.⁷⁸ Huvuduppgiften är att bedöma åtgärder gjorda av eller planerade av svenska

⁷¹ SOU 2009:34 s. 303

⁷² Enligt brittisk förlaga; ”comply or explain”.

⁷³ <http://www.bolagsstyrning.se/koden/folj-eller-forklora>

⁷⁴ Sevenius s. 43

⁷⁵ SOU 2009:34 s. 303

⁷⁶ Svensk kod för bolagsstyrning p. I.5

⁷⁷ Idag är även Aktiemarknadsbolagens Förening, FAR SRS, Fondbolagens Förening, Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden, NASDAQ OMX Stockholm AB, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen och Sveriges Försäkringsförbund knutna till AMN via *föreningen för god sed på aktiemarknaden* vari nämnden ingår. Se <http://www.godsedpavpmarknaden.se/>.

⁷⁸ Munck s.899

aktiebolag med aktier utgivna på Stockholmsbörsen eller Nordic Growth Market eller av en aktieägare i sådant bolag (förutsatt att åtgärden har betydelse för förstnämnda bolag). Uttalandena kan göras antingen på AMN:s eget initiativ eller efter framställning.⁷⁹ Sedan sin tillkomst har AMN vuxit i betydelse och fått välförtjänt gott rykte. Som resultat av detta har nämnden delegerats beslutskompetens i flera frågor gällande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.⁸⁰

Genom sina uttalanden är man en av de instanser som utvecklar innebörden i begreppet god sed på värdepappersmarknaden. Under 1990-talet var just incitamentsprogram ett mycket vanligt ämne för AMN att uttala sig om. Eftersom Leo-lagen inte behandlade några materiella frågor kring riktade emissioner och incitamentsprogram utan främst beslutsregler så skred AMN in för att få till stånd en självsanering på området.

4.4 Sanktioner

4.4.1 Lagregleringens sanktioner

4.4.1.1 Skadestånd

Aktiebolagslagens regler om skadeståndsskyldighet finner man i 29:e kapitlet och är en specialreglering av ren förmögenhetsskada. Ren förmögenhetsskada regleras i 2:4 SkL och kräver att brott begåtts enligt brottsbalken för att skadeståndsskyldighet skall uppstå. Aktiebolagslagens specialreglering av ren förmögenhetsskada innebär en utvidgning av detta ansvar.⁸¹

Styrelseledamot eller VD som uppsåtligen eller av oaktsamhet när den fullgör sitt uppdrag skadar *bolaget* skall ersätta bolaget den skadan.⁸² Om någon brutit mot en aktiebolagsrättslig regel så föreligger presumtion för att denna person varit oaktsam. Med aktiebolagsrättsliga regler menar man främst aktiebolagslagen, bolagsordning, tillämplig lag om årsredovisning och de instruktioner och anvisningar som förekommer mellan aktieägare och styrelse respektive mellan styrelse och VD.⁸³ Ersättningen som vinnas tillfaller då bolaget. Det behöver dock inte vara bolaget i sig som för processen. Aktieägare till 10 % av aktierna kan välja att föra talan i eget namn för bolagets räkning. Ersättningen som kan vinnas tillfaller dock bolaget och inte den processförande aktieägaren. Ägaren kan dock få ersättning för sina rättegångskostnader för det fall att ersättning kommer bolaget tillgodo, till den del ersättningen täcker kostnaden.⁸⁴

Om styrelseledamot eller VD genom uppsåt eller oaktsamhet bryter mot aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordning och detta skadar ”*aktieägare eller någon annan*” så kan

⁷⁹ SOU 2009:34 s. 301

⁸⁰ Börs 2009/10, regelsamling, s. 640

⁸¹ Svernlöv s. 108

⁸² ABL 29:1 st. 1

⁸³ Keisu, Stattin s. 149

⁸⁴ ABL 29:9

ledamot eller VD bli skadeståndsskyldiga till dessa personer direkt. Huvudregeln är som sagt annars att även om det är en aktieägare som tar initiativ till kräva t.ex. VD på skadestånd så tillfaller ersättningen bolaget.⁸⁵ I uttrycket ”*någon annan*” innefattas bl.a. anställda och borgenärer.⁸⁶

Aktieägare kan även de i vissa fall vara skadeståndsskyldiga. De skall ersätta skada som de uppsåtligen eller av grov oaktsamhet tillfogar bolaget, en aktieägare eller någon annan genom överträdelse av ABL, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.⁸⁷ Genom kravet på minst grov culpa så är ansvaret för aktieägare snävare än det för VD och styrelse. Vilka handlingar av aktieägare som omfattas av regeln framgår inte av lagtexten men det bör endast vara de handlingar som företas i utövandet av befogenheterna som just aktieägare. I andra fall är det allmänna skadestandsregler som gäller.⁸⁸

Skada kan uppkomma även när uttryckliga regler inte överträtts. Situationer då detta kan bli aktuellt är när t.ex. en styrelseledamot inte levt upp till de plikter som åligger honom. Bland dessa plikter finner man lojalitets-, tystnads- och vårdplikten. Att bedöma skador på detta sätt brukar kallas att göra en fri bedömning. Man skall då sammanväga risken för skadan, den sannolika skadans storlek, möjligheten att förebygga skadan och eventuellt skadevällarens möjlighet att inse risken för skadan.

Talan om skadestånd *till bolaget* får endast väckas enligt 1-3 §§ 29 kap ABL om majoriteten eller en minoritet företrädande minst 10 % av samtliga aktier i bolaget vid bolagsstämma biträtt förslag om att väcka skadeståndstalan. När det gäller styrelseledamot eller VD gäller samma majoritetskrav fast istället för att rösta *för* att väcka skadeståndstalan så skall man rösta *emot* ansvarsfrihet för dessa personer.⁸⁹ Att frågan behandlats på bolagsstämma är en processförutsättning. Om frågan inte behandlats på bolagsstämma skall stämningsansökan således avvisas. Talan om skadestånd *till aktieägare eller annan* omfattas inte av dessa restriktioner.⁹⁰

För det fallet att flera skall ersätta samma skada så svarar de skadeståndsskyldiga solidariskt.⁹¹

4.4.1.2 Ogiltighet

Följden av att man bryter mot leo-lagens majoritetsregler är att besluten är ogiltiga. Vad ogiltigheten innebär är dock olika beroende på vilken typ av beslut det varit frågan om. Ogiltigheten skiljer sig åt enligt de tre nedan beskrivna situationerna.

1. Om beslutet rör *emission eller överlåtelse* och beslutet varken godkännts eller tagits av bolagsstämma (i antingen bolaget självt eller i det högsta publika bolaget i koncernen) utan av t.ex. styrelsen så inträder omedelbar nullitetsverkan. Således löper ingen frist och

⁸⁵ Keisu, Stattin s. 149

⁸⁶ Karnov, kommentar till 29:1 av Samuelsson

⁸⁷ ABL 29:3

⁸⁸ Af Sandeberg s. 263-264

⁸⁹ ABL 29:7

⁹⁰ Svernlöv s. 288-299

⁹¹ ABL 29:6

ogiltigheten är självverkande, den behöver inte påkallas utan är ohjälplig. Detta följer av allmänna aktiebolagsrättsliga principer då styrelsen överskridit sin legala behörighet.⁹²

2. Om bolagsstämman faktiskt fattat beslut om *emission* men gjort det med otillräcklig majoritet eller att beslutet på annan grund är felaktigt så kan ogiltigheten endast inträda om det tagna beslutet klandras. Beslutet är således giltigt så länge det inte klandras.⁹³ Bakgrunden till denna ordning förklaras av att omedelbar nullitetsverkan inte är förenligt med att det är tillåtet att beslutet godkänns i efterhand.⁹⁴
3. Om det istället är fråga om ett beslut om *överlåtelse* och beslut t.ex. tagits med otillräcklig majoritet så är följden enligt lagstiftaren ogiltighet oavsett om mottagaren är i god tro eller ej.⁹⁵ Om det är fråga om omedelbar nullitet eller om det krävs klander för att ogiltigheten skall inträda går inte att uttyda säkert. Om man ser enbart till lagens bokstav så bör klander dock inte krävas.⁹⁶

4.4.2 Självregleringens sanktioner

Vid självreglering finns inga påföljder i lag utan brott mot självregleringen får stävas på andra sätt. Här fyller börsens eget regelverk en viktig funktion. Hur förtroendet för ett företag riskerar att skadas av brott mot självregleringen är också en variabel att ta hänsyn till.

4.4.2.1 Skadestånd

Aktiebolagslagen stadgar som bekant att brott mot vissa regelverk ger upphov till skadeståndsskyldighet. Självregleringen ingår dock inte i dessa regelverk. Frågan är då om självregleringen kan läggas till grund för de handlingsnormer som skall följas vid den fria bedömningen. Rolf Dotevall har uttalat sig om vad som gäller bolagsstyrningskoden i detta hänseende. Eftersom koden inte är kopplad till aktiebolagslagen på något sätt så menar han att den inte per automatik kan ligga till grund för skadeståndsskyldighet enligt aktiebolagslagen eftersom det av flera skäl inte kan klassas som sedvana, däremot kan koden aktualiseras på andra sätt. Om det t.ex. stadgas i bolagsordningen att koden skall följas eller om bolaget genom noteringsavtal förbundit sig att följa koden så kan styrelseledamot bli skadeståndsskyldig enligt aktiebolagslagen om han eller hon bryter mot koden.⁹⁷ Detta uttalande gäller som sagt endast koden men då t.ex. AMN:s uttalanden har liknande dignitet och binder bolagen på samma sätt så bör samma sak gälla dessa normer.

⁹² Prop 2004/05:85 s. 365 om överlåtelser samt SOU 1997:22 s. 376 om emissioner

⁹³ Andersson, Johansson, Skog 16:7

⁹⁴ Andersson, Johansson, Skog 16:4-5, Borg s. 35-36

⁹⁵ Andersson, Johansson, Skog s. 16:13

⁹⁶ Borg s. 37

⁹⁷ Dotevall, Andersson s. 79 ff.

4.4.2 Stockholmsbörsens påföljder

Stockholmsbörsens regler om påföljder gäller inte endast brott mot självregleringen utan även brott mot lag, annan författning och mot börsens egna informationsregler⁹⁸, men eftersom självregleringen i övrigt i stort sett saknar påföljdsregler så behandlas dessa regler här.

Det finns inga specifika lagregler som stadgar att varje marknadsplats skall inrätta ett sanktionssystem. Man stadgar däremot mer allmänt att börsen skall ha ändamålsenliga regler för handeln och för upptagande av finansiella instrument till handel samt att börsen skall övervaka denna handel och att emittenterna uppfyller sina skyldigheter. Ett tydligt krav från lagstiftaren är dock att en börs skall ha en disciplinnämnd med uppgift att handlägga de överträdelser av reglerna som medlemmar och emittenter gör. Att det skall finnas sanktioner har lagstiftaren inte tydligt uttryckt men får anses vara förutsatt. Sammanfattningsvis har börsen ett mindre ramverk av grundläggande regler att rätta sig efter, i övrigt är man att anse som ett självregleringsorgan i och med att börsen kan bestämma innehållet i de materiella reglerna själva.⁹⁹

Det lindrigaste formen av sanktion Stockholmsbörsens regelverk stadgar om är en varning och utdöms om åsidosättandet av reglerna är mindre allvarligt eller ursäktligt. Är överträdelserna allvarliga så kan vite utdömas med belopp upp till 15 gånger den årsavgift som bolaget betalar till börsen. För de mest allvarliga överträdelserna kan börsen dessutom besluta om avnotering.¹⁰⁰

Aktiemarknadsnämndens uttalanden och bolagsstyrningskoden och övrig självreglering på området omfattas av Stockholmsbörsens påföljder genom begreppet ”god sed på värdepappersmarknaden”. I detta begrepp innefattas, som tidigare nämnts, bl.a. aktiemarknadsnämndens uttalanden och bolagsstyrningskoden. Genom att bolagen på börsen förbinder sig att följa god sed på värdepappersmarknaden så förbinder man sig därmed också att följa såväl AMN:s uttalanden som bolagsstyrningskoden.

Påföljderna ådöms bolagen av disciplinnämnden. Disciplinnämndens sammansättning är lagreglerad och skall vara självständig från börsen. Där får således inte finnas några ledamöter med anknytning till börsen på ett eller annat sätt. Den skall bestå av en ordförande, en vice ordförande samt minst tre ytterligare ledamöter. Ordföranden och vice ordföranden skall vara erfarna lagfarna domare och minst två av de övriga ledamöterna måste vara väl insatta i förhållandena på värdepappersmarknaden.¹⁰¹ Disciplinnämndens medlemmar omfattas även av jävsreglerna i förvaltningslagen.¹⁰²

⁹⁸ Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, p. 5

⁹⁹ Acebo s. 229

¹⁰⁰ Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm, p. 5

¹⁰¹ VpmL 13:14-15

¹⁰² VpmL 13:16, 11-12 §§ Förvaltningslagen (1986:223)

4.4.2.3 Cold Shouldering

Inom affärslivet är gott rykte av stor vikt. De som får rykte om sig att vara opålitliga eller att strunta i reglerna får ofta uppleva hur många aktörer på marknaden ryggar för att göra affärer med dem. Denna effekt brukar kallas ”cold shouldering” och kan ungefärligen översättas som att få ”kalla handen”. Till aktörerna som kan tveka om att befatta sig med bolag med tvivelaktigt rykte hör värdepappersinstitut och rådgivare av olika slag, men även andra bolag samt investerare. Att vara utan dessa kan vara en stor nackdel för ett företag.¹⁰³

En situation där ”cold shouldering” kan uppkomma är t.ex. när ett företag gör avsteg från koden och inte förklarar sitt avsteg på ett förtroendeingivande sätt. Då kan investerare vid allvarligare fall välja att placera sina tillgångar i andra företag och andra aktörer avstå från att befatta sig med dem av rädsla för att förknippas med bolagets eventuellt tvivelaktiga metoder.¹⁰⁴

4.4.3 Straffrättsligt ansvar

Vad gäller brottsansvar så kan detta självklart bli aktuellt förutsett att man uppfyller rekvisiten för dessa brott. Dessa brott har dock ingen uttalad koppling till aktiebolagslagen eller de majoritetsregler som finns i olika lagrum varför de inte kommer att behandlas i detalj. Även om aktiebolagsrättsliga regler kan påverka bedömningen av huruvida brott begåtts så följer brottsreglerna sina egna rekvisit. Att en person bryter mot en regel i ABL betyder inte att det automatiskt resulterar i att ett brott begåtts. En grundläggande princip som dock bör nämnas är att brottsansvar självfallet endast kan ådömas fysiska personer. Ett företag kan därmed inte ådömas sådant ansvar.

Ett brott som har blivit aktuellt kring incitamentsprogram är trolöshet mot huvudman. Ett exempel på detta finns bland de många turerna kring Skandias incitamentsprogram ”Sharetracker” och ”Wealthbuilder”. I Skandia-affären åtalades VD:n Lars-Eric Pettersson för att ha utnyttjat sin förtroendeställning genom att lyfta taket på ”Wealthbuilder” och därmed gjort sig skyldig till trolöshet mot huvudman. Han dömdes också för detta i tingsrätten den 24 maj 2006 med påföljden två års fängelse. Lars-Eric Pettersson överklagade dock domen och frikändes den 19 december 2007 av hovrätten med hänvisning till att brott inte var styrkt.¹⁰⁵

4.4.4 Sammanfattande kommentar om sanktioner

Vid brott mot lagregler respektive självreglering så finns det vissa skillnader. När ett företag bryter mot lagreglerna kan åtgärden både vara ogiltig och ge upphov till skadeståndsskyldighet. Dessutom omfattas reglerna av självregleringens sanktioner genom Stockholmsbörsens regler samt kan ge upphov till s.k. ”Cold Shouldering”. Självregleringen får i första hand lita till de två senare sanktionerna. Brott mot självregleringen kan förvisso även resultera i skadeståndsskyldighet för företagets företrädare men skyddet är inte lika starkt som vid brott mot lagregler.

¹⁰³ Af Sandeberg, Sevenius s. 355

¹⁰⁴ SOU 2009:34 s. 304

¹⁰⁵ Leijonhufvud s. 282 och TT; <http://svt.se/>

5 MATERIELL REGLERING

Nu följer en detaljerad genomgång av den reglering, såväl lagreglering som självreglering, som är av störst vikt vid beslut om incitamentsprogram. En del i områdets speciella karaktär är den stora graden av överlappning. Samma fråga behandlas i flera olika rättskällor och kraven är i många fall olika stränga beroende på vem som utfärdat dem.

5.1 Lagregleringen

5.1.1 Allmänt

När aktier, teckningsoptioner eller konvertibla skuldebrev skall emitteras gäller som grundregel att aktieägarna har företrädesrätt att teckna dessa, rättvist uppdelat efter hur många aktier respektive aktieägare innehar. Undantag görs dock bl.a. vid de tillfällen aktierna skall betalas med apportegendom eller om föreskrifter om annan ordning stadgats i bolagsordningen.¹⁰⁶ Den viktigaste möjligheten till undantag är däremot att helt enkelt besluta om undantag i samband med emissionsbeslutet. Detta beslut måste då tas med två tredjedelars majoritet av såväl avgivna röster som aktier företrädna vid stämman.¹⁰⁷ Detta är en generell regel som gäller undantag från aktieägarnas företrädesrätt i allmänhet. Emissioner till personer som är närstående till företaget är specialreglerat och följer av den s.k. Leo-lagen vilken presenteras nedan.

5.1.2 Leo-lagen

Det centrala i Leo-lagen är beslutsmajoriteten. För att få till stånd ett giltigt beslut så krävs nio tiondelars majoritet av såväl avgivna röster som antal vid bolagsstämman företrädna aktier.¹⁰⁸ I den fortsatta framställningen kommer denna beslutsmajoritet att refereras till som ”Leo-majoritet”. Denna beslutsmajoritet är som bekant mycket sträng jämfört med vad som är vanligt på andra håll i ABL och en viktig del i att även ge minoritetsaktieägarna viss makt i frågan.

Definitionen av vilka som anses närstående i denna lag finns i 16:2 ABL. Här stadgas att vid nyemission av aktier och emission av teckningsoptioner eller konvertibler krävs beslut eller godkännande av bolagsstämman med Leo-majoritet om mottagarna tillhör någon av nedanstående kategorier:

- a. Styrelseledamöter eller suppleanter i det emitterande bolaget eller ett annat företag inom samma koncern,
- b. VD eller vice VD i det emitterande bolaget eller ett annat företag inom samma koncern,

¹⁰⁶ ABL 13:1, 14:1 och 15:1

¹⁰⁷ ABL 13:2, 14:2 och 15:2

¹⁰⁸ ABL 16:8

- c. andra anställda hos det emitterande bolaget eller ett annat företag inom samma koncern,
- d. en make eller en sambo till någon som avses i a-c,
- e. omyndiga barn som står under vårdnad av någon som avses i a-c, eller
- f. en juridisk person över vilken någon som avses i a-e, ensam eller tillsammans med någon annan som avses där, har ett bestämmande inflytande.¹⁰⁹

Sammanfattningsvis kan sägas att personkretsen således omfattar fysiska personer som enligt ovan är närstående till det emitterande företaget, samt juridiska personer som fysisk person/personer som omfattas av personkretsen har bestämmande inflytande över. En intressant begränsning är att endast omyndiga barn ingår i personkretsen, myndiga barn faller således utanför.

Det är öppet för bolagsstämman att istället för att besluta i frågan själv istället i efterhand med samma nio tiondelars majoritet godkänna ett beslut taget av styrelsen.¹¹⁰ Det är dock viktigt att poängtera att den möjlighet som ges i och med detta inte innebär en möjlighet för styrelsen att besluta i frågan på grund av ett generellt bemyndigande från stämman. Med generellt bemyndigande menar man ett bemyndigande givet i förväg utan specificerat innehåll.¹¹¹

För att undvika att bestämmelserna sätts ur spel genom att emissionen riktas till ett aktiebolag inom samma koncern för att sedan därifrån överlåtas till personer som ingår i någon av kategorierna ovan så omfattas även detta av samma nio tiondelars majoritet i det koncernbolag som tar emot de emitterade instrumenten.¹¹² Skall beslut om emission eller överlåtelse tas i ett dotterbolag som inte är aktiemarknadsbolag så krävs att beslut med nio tiondelars majoritet även tas i moderbolaget om det är ett aktiemarknadsbolag. Detta gäller även om det finns bolag i flera led upp till moderbolaget. Aktierna som överlåts eller emitteras behöver heller inte vara moderbolagsaktier för att omfattas av Leo-lagen utan kan vara aktier i dotterbolagen. När det gäller moderbolags godkännande av dotterbolags emission eller överlåtelse så kan det göras såväl innan som efter beslutet i dotterbolaget.¹¹³

5.1.3 Generalklausulen, ABL 7:47

Alla typer av missbruk av maktställning anses inte kunna hindras genom kvalificerade beslutsregler, därför kompletteras beslutreglerna med en generalklausul. ABL 7:47 stadgar att bolagsstämman inte får fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Till sin formulering skulle denna regel nästan kunna varit skriven just för att stoppa förfaranden som dem som faller under Leo-lagens tillämpning.

¹⁰⁹ ABL 16:2 samt Skog s. 242-243.

¹¹⁰ Borg s. 34

¹¹¹ Skog s. 244

¹¹² Prop 2004/05:85 s. 365

¹¹³ ABL 16:3 st. 1, 16:4 st. 2, 16:5 st. 2

Kravet på otillbörlighet markerar att regeln skall tillämpas med ett visst mått av försiktighet. En begränsad nackdel för vissa aktieägare bör därmed kunna anses vara tillbörlig och godtagbar.¹¹⁴ Att åtgärden skall vara *ägnad* att ge en otillbörlig fördel innebär att effekten inte behöver realiseras. Ett beslut vars effekter är ägnade att ge otillbörlig fördel till aktieägare eller annan på bekostnad av annan aktieägare eller bolaget kan således angripas redan innan fördelen kommit de förstnämnda till del.¹¹⁵ Ett bolagsstämmebeslut som strider mot generalklausulen angrips då genom klandertalan och kan enligt 7:50 ABL förklaras ogiltigt. Åtgärder som är i bolagets intresse och dessutom framstår som företagsekonomiskt försvarliga kan inte anses ge upphov till en *otillbörlig* fördel i generalklausulens definition av ordet.¹¹⁶

Otillbörlighetsrekvisitet gör att regeln blir något diffus och svårtillämpad. Någon större ledning av praxis står heller inte att få då generalklausulen endast behandlats i ett fåtal rättsfall.¹¹⁷ Frågan har lyfts om denna brist på rättsfall på området kan bero på Aktiemarknadsnämndens existens. Istället för att gå till domstol och få en åtgärd prövad mot generalklausulens otillbörlighetsrekvisit så vänder man sig till AMN och får åtgärden prövad mot begreppet ”god sed på aktiemarknaden”. Otillbörlighetsrekvisitet och ”god sed på aktiemarknaden” skall däremot inte anses vara samma sak. Att nå framgång med en argumentation innebärande att en åtgärd som ansetts förenlig med god sed trots allt ger upphov till en otillbörlig fördel torde dock vara svårt. Således kan självregleringen anses ha en starkare styrverkan på området och blockera tillämpningen av generalklausulen. En problematik som kommer som en produkt av detta är att de rättspolitiska mål som klausulen formats för att uppfylla riskerar att inte uppfyllas.¹¹⁸

Vad gäller svårighet i tillämpningen kan man göra en jämförelse med Leo-lagen där något sådant övervägande om otillbörlighet inte behöver göras, en majoritet på minst tio procent kan stoppa beslutet oavsett om det förekommer något otillbörligt gynnande eller ej. Just kravet på att man representerar minst 10 % av röster och vid bolagsstämman företrädda aktier är dock en viktig begränsning. Mindre minoriteter än tio procent får därför alltid förlita sig på generalklausulen för att tillvarata sina intressen i dessa frågor.

5.2 Självregleringen

De viktigaste regelmassorna inom självregleringen gällande incitamentsprogram är Svensk kod för bolagsstyrning och Aktiemarknadsnämndens praxis. Reglerna i Svensk kod för bolagsstyrning är till sin karaktär relativt allmänna, d.v.s. de går inte in och kommenterar olika konstruktioner av incitamentsprogram. Koden är uppbyggd på samma sätt som lagstiftning normalt är, d.v.s. en

¹¹⁴ Andersson, Johansson, Skog 7:47

¹¹⁵ Af Sandeberg s. 132

¹¹⁶ Af Sandeberg s. 132

¹¹⁷ Otillbörlighetsrekvisitet har behandlats i två fall: AD 1988 nr 20 där ett avtal om två årslönens avgångsvederlag för en VD inte ansågs otillbörligt. NJA 2000 s. 404 där en underprisförsäljning till ett av majoritetsägaren helägt bolag som beslutats av styrelsen, ansågs otillbörligt.

¹¹⁸ Nerep, Samuelsson s. 497

sammanhängande reglering som uppdateras löpande. Aktiemarknadsnämndens uttalanden är däremot av ett annat slag. De uttalar sig i enskilda fall och deras uttalanden behöver därmed ofta tolkas för att avgöra vad som är allmänt tillämbart. Detta beror på att ställningstagandena är beroende av förutsättningarna i det aktuella fallet. Att uttalandena i vanliga fall är enskilda gör att de ofta kan vara väldigt specifika till sin karaktär. Man har uttalat sig specifikt om olika typer av incitamentsprogram och är detaljrika i sin normgivning. Ibland gör man dock avsteg från ordningen med att endast uttala sig i specifika fall och gör ett s.k. principuttalande för att sammanfatta och utveckla vad de menar skall gälla inom ett visst område. Detta har skett vad gäller incitamentsprogram då man i AMN 2002:1 ersatte all tidigare praxis på området med ett enda sammanhängande och strukturerat uttalande.

5.2.1 Svensk kod för bolagsstyrning

5.2.1.1 Ny upplaga

Med ledning av att EU skärpt sin ersättningsrekommendation så skärps även reglerna i den svenska koden. Därmed har koden kommit i en ny reviderad upplaga. De nya reglerna skall tillämpas från och med den 1:e februari 2010, dock finns vissa undantag som skall tillämpas först från och med den 1 juli 2010. Ersättningar som beslutats före denna tidpunkt och som avviker från reglerna behöver dock inte redovisas som avvikande. Det finns heller inget krav på att avtal ingångna före denna tidpunkt skall omförhandlas.¹¹⁹

5.2.1.2 Ersättningsutskott

Koden stadgar att styrelsen skall inrätta ett ersättningsutskott bestående av oberoende ledamöter som skall bereda styrelsens beslut i frågor kring ersättningsprinciper, ersättningar samt andra anställningsvillkor för bolagsledningen. Dessutom skall utskottet följa och utvärdera pågående och avslutade program för rörliga ersättningar, samt följa och utvärdera tillämpningen av de riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare som enligt lag skall finnas. Även ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer skall granskas.¹²⁰

5.2.1.3 Rörliga ersättningar

Rörliga ersättningar behandlas mer specifikt. Enligt koden skall rörliga ersättningar vara kopplade till förutbestämda och mätbara kriterier med syfte att främja långsiktigt värdeskapande. Med mätbara menar man att det skall finnas möjlighet att i efterhand utvärdera i vilken utsträckning som kriterierna följts.¹²¹

För de rörliga ersättningar som ges ut kontant skall man fastställa gränser för det maximala utfallet.¹²² Vid dess utformande skall styrelsen dessutom överväga att införa förbehåll om att de

¹¹⁹ Svensk kod för bolagsstyrning p. I.6

¹²⁰ Svensk kod för bolagsstyrning p. III.9.1-2

¹²¹ Svensk kod för bolagsstyrning p. III.9.4

¹²² Svensk kod för bolagsstyrning p. III.9.5

prestationer som ligger till grund för intjänandet av ersättningen skall vara hållbara över tid och att de ersättningar som betalats ut med grund i uppgifter som senare visat sig vara uppenbart felaktiga skall kunna återkrävas.¹²³

5.2.1.4 Aktierelaterade incitamentsprogram

Vad gäller aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen så stadgar koden att beslut om sådana program alltid skall tas av bolagsstämman. Det beslutsunderlag som skall komma aktieägarna till del skall möjliggöra för dem att på ett enkelt sätt tillgodogöra sig en bild av motiven för programmet, de väsentliga villkoren samt eventuell utspädning och sammanlagd möjlig kostnad vid olika utfall.¹²⁴ Programmen skall också utformas med syfte att ge ökad intressegemenskap mellan deltagarna och aktieägarna samt (för det fall att programmet innebar förvärv av aktier) främja eget aktieinnehav hos deltagaren. I linje med detta skall intjänandeperioden alternativt perioden mellan ingående av avtalet tills när aktie får förvärvas vara minst 3 år. En regel som behandlas tydligt i AMN:s uttalande 2002:1 och som även kort nämns här är att styrelseledamöter inte får omfattas av program riktade till bolagsledning eller andra anställda. En tydlig och smal regel som saknar motsvarighet i andra regelmassor är att aktieoptioner inte får ingå i program riktade till styrelsen.¹²⁵

5.2.2 Aktiemarknadsnämnden

5.2.2.1 AMN 2002:1

De många olika uttalanden som Aktiemarknadsnämnden gjort om incitamentsprogram hade efter hand gjort rättsläget svåröverskådligt. Man beslutade sig därför för att göra ett sammanfattande principuttalande som strukturerade upp området. Detta skedde i uttalande 2002:1. Efter detta har nämnden endast i ett fåtal fall uttalat sig om incitamentsprogram.

Till skillnad från andra regelkällor så går AMN 2002:1 in och kommenterar olika konstruktioner av incitamentsprogram var för sig, t.ex. syntetiska optioner och konvertibler. Förutom att AMN 2002:1 fyller ut området med materiella regler så finns även här beslutsregler. En viktig regel är att man för att göra det mindre intressant att hitta luckor infört en generalklausul. Enligt denna skall förfaranden som kan ses som *uppenbara kringgåenden* av Leo-lagen även de beslutas med leo-majoritet.¹²⁶

5.2.2.2 AMN-praxis om program baserade på aktier, konvertibler eller teckningsoptioner

Som nämnts skall Leo-lagen tillämpas när ett aktiemarknadsbolag eller dotterbolag till sådant beslutar om emission av aktier, teckningsoptioner eller konvertibler. AMN 2002:1 vidgar dock tillämpningen och stadgar att dessa regler även skall tillämpas för andra bolag med spritt ägande, t.ex. när ett bolags aktier är föremål för organiserad handel genom ett värdepappersinstitut. Detta

¹²³ Svensk kod för bolagsstyrning p. III.9.6

¹²⁴ Svensk kod för bolagsstyrning p. III.9.7

¹²⁵ Svensk kod för bolagsstyrning p. III.9.8

¹²⁶ AMN 2002:1 p 2.1

innebär att även dessa bolag behöver följa regeln om nio tiondelars majoritet vid beslut om emission till personer inom Leo-lagens personkrets.

Man breddar även Leo-lagens tillämpning genom att stadga att den även gäller vid emissioner och överlåtelser till personer som skall tillträda position som faller inom leolagens personkrets. Det anses också strida mot god sed att besluta om emission eller överlåtelse till en person som just avträtt en sådan position och dessförinnan kunnat påverka beslutet eller dess utformning.

En konstruktion som förekommer är att ett bolag emitterar aktier, teckningsoptioner eller konvertibler till ett dotterbolag eller tredje man. Genom avtal är sedan det mottagande bolaget ansvarigt att överlåta dessa instrument alternativt ställa ut köpoptioner på dem. Även detta förfarande anser AMN skall omfattas av Leo-lagens beslutsregler. Ett närbesläktat fall är när ett bolag överlåter eller emitterar dessa instrument till ett nyskapat dotterbolag med avsikten att arbetstagare i moderbolaget skall bli aktieägare i det. Även här skall Leo-lagen gälla.

Även om Aktiemarknadsnämnden i sitt principuttalande 2002:1 behandlade de flesta problem som kan uppkomma i samband med incitamentsprogram så har det senare dykt upp en del situationer som gjort det motiverat att åter igen uttala sig i specifika ärenden. I AMN 2005:52 ställer OMX AB frågan till nämnden om en gåva om tio aktier till varje anställd behöver beslutas av bolagsstämman. Gåvan är en belöning för framgångsrika besparingsåtgärder. Aktierna kommer att överlåtas till de anställda från SEB mot att OMX erlägger lösenpriset. Aktierna som överlåts är ett överskott av aktier som står som säkerhet för ett incitamentsprogram från 2002 baserat på personaloptioner. AMN tar ställningen att detta förfarande ej skall anses omfattas av självregleringens utvidgade omfattning av Leo-lagens beslutsregler. Till grund för detta lägger man faktumet att aktierna sedan länge är utgivna och att de är så i ett annat syfte än det aktuella. Av avgörande betydelse är även att gåvan får anses vara liten (total kostnad var 2,5 miljoner inkl sociala avgifter) och att gåvan har samma storlek för alla anställda i koncernen. Det krävs således inte att bolagsstämman skall ta beslut i frågan.

I AMN 2004:39 ställer Mannheimer Swartling å Securitas vägnar frågan om ett incitamentsprogram konstruerat av konvertibler genom erbjudande till deltagarna kan lösas in i förtid när programmet, på grund av för deltagarna ofördelaktig utveckling på börsen, tappat sin effekt som incitament. Om detta är tillåtet så vill man också veta om beslut i frågan måste tas av bolagsstämman. AMN påpekar att man bör vara återhållsam när det gäller ändringar av villkor i existerande program då det kan få omfattande och svåröverblickbara konsekvenser för både deltagare, aktieägare och andra aktörer på marknaden. Då konvertiblerna i detta fall inte varit avsedda eller föremål för handel, i kombination med omständigheterna i övrigt, så gör AMN bedömningen att detta förfarande inte kan ge några svåröverblickbara konsekvenser nämnda parter under förutsättningen att åtgärden är till bolagets fördel. Då denna förändring är avsedd att vara till deltagarnas fördel får den dock anses vara till nackdel för bolaget. Därmed bör frågan hänskjutas till bolagsstämman.

5.2.2.3 AMN-praxis om program baserade på syntetiska optioner, personaloptioner m.m.

Vad dessa olika typer av konstruktioner har gemensamt är att de inte ger upphov till utspädning av aktieägarnas aktieinnehav. Det sker ingen emission eller överlåtelse av verkliga aktier eller andra värdepapper. Enligt aktiebolagslagens regler om kompetensfördelning så kan beslut om dessa program tas av styrelsen, Leo-lagen är inte tillämplig på området. AMN 2002:1 gör här ingen utvidgning utan nöjer sig med att konstatera att när styrelsen tar beslut om sådant program så står den som garant för att programmet vad gäller tilldelning och kostnader är i linje med aktieägarnas intresse och att det följer god sed på aktiemarknaden. Endast om programmet är så omfattande att det kan få väsentlig betydelse för företaget och påverka bolagets resultat påtagligt tycker man att beslutet bör föreläggas stämman.

Även vad gäller dessa program har nämnden funnit det motiverat att göra nya uttalanden efter AMN 2002:1. I AMN 2008:07 behandlas möjligheten för ett bolag att betala styrelsens arvode helt eller enbart i syntetiska aktier. Detta för att möjliggöra att ledamöternas ersättning påverkas av aktiens värdeförändringar. AMN uttalar att lagen inte innehåller någon bestämmelse om att arvodet måste vara fast arvode i rena pengar och att man inte ser något generellt problem med konstruktionen som sådan. Eftersom det är syntetiska aktier omfattas förfarandet inte av Leo-reglerna i 16:e kapitlet ABL då det inte föreligger någon emission eller överlåtelse. Normalt räcker det med enkel majoritet för att ta beslut. Man hänvisar dock till principuttalandet i AMN 2002:1 och menar att det självfallet krävs att man följer vad som stadgas där angående god sed på värdepappersmarknaden vid beslutandet av programmet. Eftersom det är fråga om ett program till styrelseledamöter så kommer man inte undan villkoret att bolagsstämman skall besluta programmet.

I AMN 2003:3 behandlar man något som kallas ”equity swap”. En ”equity swap” innebär, i detta fall, att bolaget som skall skapa ett incitamentsprogram betalar en ränta till en bank mot att banken står för utbetalningen av utfallet av incitamentsprogrammet. Upplägget fungerar i fallet på två olika sätt. Antingen kan bolaget be banken att betala ett kontant belopp som bolaget sedan vidarebefordrar till de som omfattas av programmet, eller så kan man be banken överföra aktier i bolaget direkt till de berättigade. Aktierna som i så fall överförs köps på marknaden. Exakt denna variant av incitamentsprogram behandlas inte i principuttalandet. AMN menar dock att eftersom dessa program inte ger upphov till utspädning av aktieägarnas innehav så skall de följa samma regler som syntetiska optioner och personaloptioner. Därmed kan styrelsen ta beslut i frågan förutsatt att programmet inte är alltför betungande då beslut bör tas av bolagsstämman med enkel majoritet.

5.2.2.4 AMN-praxis om program baserade på köpoptioner

Som jag behandlat tidigare så kan incitamentsprogram baserade på köpoptioner skapas på två olika sätt. Antingen kan man låta en större aktieägare stå för aktierna eller så kan bolaget självt återköpa aktier på marknaden för att använda till köpoptionerna. För ökad tydlighet kommer de två olika sätten att nedan beskrivas var för sig tillsammans med de regler som AMN tagit fram och de lagregler som aktualiseras som inte redan behandlats.

5.2.2.4.1 När aktieägare står för optionerna

Rent praktisk innebär denna modell att en större aktieägare utfärdar optioner till personal eller ledning i arbetsgivarbolaget. Arbetsgivarbolaget är således inte part i köptionsavtalet, det är ett avtal mellan den utfärdande huvudaktieägaren och arbetstagaren eller ledamoten.

Optionsförvärvaren erlägger en premie till optionsutfärdaren för förvärvet av optionen och arbetsgivarbolaget erlägger en avgift till optionsutfärdaren för att täcka dennes kostnader i samband med avtalet, en administrationsavgift.¹²⁷

När man använder sig av en huvudaktieägare för att få till stånd ett köptionsprogram för ledande befattningshavare så hamnar man utanför det område som 16 kapitlet ABL reglerar. Beslut om att införa ett sådant program kan fattas av bolagets styrelse. Under vissa förutsättningar kan beslutet t.o.m falla under ”den löpande driften” varför VD kan fatta beslut utan styrelsens inblandning.¹²⁸ Aktiemarknadsnämnden menar dock att det utgör god sed på värdepappersmarknaden att styrelsen tar hand om detta beslut. Skulle huvudaktieägaren som ställer säkerhet för programmet vara ett aktiemarknadsbolag och att anse som moderbolag så bör beslutet enligt AMN underställas bolagsstämman i moderbolaget med s.k. Leo-majoritet.¹²⁹ Ser man enbart till lagreglerna så är det här även möjligt att genomföra beslutet om incitamentsprogrammet med styrelsebeslut. Man lämnar då beslutet om överlåtelsen av aktier svävande tills den berättigade löser in sina optioner, först då träder överlåtelsen som faller under 16 kapitlet ABL fram. För innehavaren av köptionerna är denna ordning dock ofördelaktig eftersom optionerna vid negativt beslut blir ogiltiga och kan då inte lösas in.¹³⁰ AMN påtalar dock att om man väljer att ta beslut om införande av köptionsprogrammet med Leo-majoritet så krävs inget ytterligare beslut i fråga om överlåtelsen när innehavaren löser in optionen.¹³¹

Ett annat exempel AMN behandlat är det fall då ett aktiemarknadsbolag utformar ett incitamentsprogram för befattningshavare i ett dotterbolag som är onoterat. Baseras detta på köptioner avseende aktier i moderbolaget så är 16 kapitlet i ABL inte tillämpligt, även här räcker det med ett styrelsebeslut.¹³²

5.2.2.4.2 Genom återköp

När bolaget använder sig av denna metod råder det ingen tvekan om att 16 kapitlet ABL kommer att bli tillämpligt om det riktar sig mot personer inom den krets som lagen stipulerar. Detta eftersom det inte går att komma undan att det blir en överlåtelse från bolaget till den närstående deltagaren.

När företaget skall överlåta de återköpta aktierna är grundregeln precis som vid nyemission att aktieägarna har företrädesrätt att förvärva dem. På grund av detta hamnar vi i 16:e kapitlet ABL där

¹²⁷ Samuelsson JT 1991/92 s. 467

¹²⁸ Samuelsson JT 1991/92 s. 472, Borg s. 50-51

¹²⁹ AMN 2002:1 p. 4.1.1

¹³⁰ Borg s. 54

¹³¹ AMN 2002:1 p 4.1.1

¹³² AMN 2002:1 p. 4.1.2

riktade emissioner till de i 16:2 ABL uppräknade kategorierna av personer behandlas.¹³³ Har incitamentsprogrammet som sådant redan beslutats med nio tiondelars majoritet så bör frågan om överlåtelsen när köptionen löses in inte behöva beslutas för sig. Aktiemarknadsnämnden behandlar inte denna situation i sitt principuttalande men rimligtvis bör bedömningen vara densamma här som när det är en annan part som ställer säkerhet för optionerna.¹³⁴ För att något ytterligare beslut inte krävs talar också det faktum att det inte krävs ytterligare beslut vid de nyemissioner som följer med inlösen av teckningsoptioner och konvertibler, ett faktum som blev mindre tydligt i 16:e kapitlet i nya ABL än det var i dess gamla motsvarighet Leo-lagen.¹³⁵

Förvärv av egna aktier regleras i aktiebolagslagens 19:e kapitel. Beslut om återköp av aktier tas av bolagsstämman med två tredjedelars majoritet av såväl avgivna röster som de vid stämman företrädde aktierna eller av styrelsen efter bemyndigande av bolagsstämman.¹³⁶ De aktier som bolaget förvärvat har man ej rösträtt för.¹³⁷ Aktierna skall också avräknas från den totala summan aktier när lag eller bolagsordning föreskriver att viss andel av aktier eller röster krävs i en omröstning.¹³⁸ Aktierna kan antingen köpas på vanligt sätt på aktiemarknaden eller så kan man rikta ett förvärvserbjudande till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till ett visst aktieslag.¹³⁹ Värt att nämna är att återköp av egna aktier endast är tillåtet i aktiemarknadsbolag.¹⁴⁰

För att ett förvärv av egna aktier skall vara tillåtet krävs att företaget tar hänsyn till beloppsspärren och försiktighetsregeln. Detta är en del av borgenärsskyddet och innebär att det alltid måste finnas full täckning för det bundna egna kapitalet samt att förvärvet av aktier med hänsyn till de krav verksamhetens art, omfattning och risker ställer på det egna kapitalet samt bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt är försvarligt.¹⁴¹ När man startar ett köptionsprogram och skall använda sig av återköpta aktier så är det inget krav att aktierna skall köpas in innan man sjösätter programmet. Detta betyder att beloppsspärren och försiktighetsregeln kan sätta käppar i hjulet för det bolag som väljer att vänta till en senare tidpunkt för att köpa aktier. Har man vid den senare tidpunkten en sämre ekonomisk sits så kan inköpet stoppas av dessa tvingande hänsyn. Har man väntat med inköp ända tills den berättigade kräver inlösen och t.ex. täckning för det bundna egna kapitalet då saknas så kan inte bolaget uppfylla sin del av avtalet. Här får avtalet ge vika för tvingande associationsrättsliga lagregler och den berättigade får söka ersättning skadeståndsvägen. Bolagets chanstagande gör här att köptionsinnehavaren hamnar i kläm.¹⁴²

¹³³ Skog s. 104, ABL 19:35-37

¹³⁴ AMN 2002:1 p. 4.1.1 samt Borg s. 68

¹³⁵ Prop 2004/05:85 s. 741, jmf 4§ st 2 ”leolagen” med dess motsvarighet 16:2 ABL.

¹³⁶ ABL 19:17 och 19:18

¹³⁷ ABL 7:7

¹³⁸ ABL 4:45

¹³⁹ ABL 19:14

¹⁴⁰ ABL 19:4

¹⁴¹ ABL17:3

¹⁴² Borg s. 63-64

5.2.2.5 AMN-praxis; Allmänt

Vad gäller prissättningen av instrumenten respektive hur stor mängd instrument som skall emitteras eller överlåtas till t.ex. ledande befattningshavare har AMN inte givit några schablonmässiga regler. Man nämner dock att det måste ligga inom rimlighetens gränser. Man nämner att bolaget får bidra ekonomiskt till programmen men kostnaden för detta skall då stå i rimlig proportion till programmets förmodade positiva effekter. Vad gäller utspädning har man ansett att det inte finns skäl nog för att stadga om en övre gräns gällande vare sig utspädning i aktiekapital eller röstetal.¹⁴³

AMN menar allmänt att man bör sträva efter att låta dessa incitamentsprogram behandlas på *ordinarie* bolagsstämma för att aktieägarna på så vis skall kunna ta beslut med en mer komplett bild av företagets situation.

5.3 Styrelseledamöters deltagande i incitamentsprogram

En omtvistad fråga kring incitamentsprogram är om styrelseledamöter bör kunna delta i program avsedda för arbetstagarna i bolaget. Grunden till problemet ligger i den jävssituation som uppstår om ledamöter arbetar med beredningen av förslag till incitamentsprogram som de själva skall omfattas av. Aktiemarknadsnämnden menar att enligt god sed så bör ledamöter endast kunna delta i program de själva berett eller föreslagit om särskilda skäl föreligger. Med särskilda skäl siktar man främst in sig på de fall då ledamöten i praktiken agerar som en anställd i bolaget. Man påpekar också att om man ämnar låta en ledamot deltaga så bör man ta upp detta som en särskild punkt på bolagsstämman.¹⁴⁴

I allmänhet anser man att incitamentsprogram för anställda och styrelseledamöter bör hållas åtskilda. För att ett program för styrelsen skall komma till stånd så skall det föreslås och beredas av någon annan än styrelsen, vanligtvis en aktieägare. Då står det bolagsstämman fritt att enligt detta besluta om ett sådant program, förutsatt att man följer Leo-lagens beslutsregler. Hänsyn bör självfallet tas till de ekonomiska förhållandena i bolaget. Ett tillägg som aktiemarknadsnämnden gör i jämförelse med hur leolagen reglerar området är att man låter reglerna omfatta även tillträdande ledamöter. Även då behöver förslag och beredning göras av någon annan än styrelsen. I enlighet med god sed på aktiemarknaden så bör de ledamöter som också är aktieägare inte delta i bolagsstämmebeslut om incitamentsprogram som omfattar dem själva.¹⁴⁵

Ett litet undantag gör Aktiemarknadsnämnden vad gäller program konstruerade med köpoptioner utställda av någon annan än bolaget självt. Om det är en aktieägare som ställer ut optionerna anser man att denna aktieägare inte skall delta i bolagsstämmebeslutet. Detta för att se till det inte förekommer någon otillbörlig påverkan gentemot optionsutfärdaren eller byggs några lojalitetsband mellan styrelsen och aktieägaren. Genom detta tillvägagångssätt ser man till att de övriga aktieägarna får pröva lämpligheten i arrangemanget. Till skillnad från vad gäller för beslut om

¹⁴³ AMN 2002:1

¹⁴⁴ AMN 2002:1 p. 2.5 samt p. 3.4

¹⁴⁵ AMN 2002:1 p. 2.5 samt p. 3.4

incitamentsprogram konstruerade med andra instrument så kan detta beslut i nämndens mening tas med enkel majoritet. Som nämndes ovan förespråkas i de andra fallen leo-majoritet.¹⁴⁶

5.4 Sammanfattning av de olika majoritetskraven

En grovkorning sammanfattning av hur reglerna ser ut för olika program kan vara på sin plats för att få en överblick av vad som krävs för att ta beslut om olika typer av program. Utgångspunkt tas i att företaget i fråga handlas på en reglerad marknad och således skall följa inte bara lag utan även god sed på värdepappersmarknaden.

Tydligt är att ingen av regelkällorna ensam kan tjäna som ledning för hur man skall agera, det är ingen som tagit på sig ansvaret att sammanfatta rättsläget och därmed stadga de strängaste reglerna i alla frågor. För att kunna uttyda rättsläget måste man rådfråga alla de behandlade rättskällorna.

De program som omfattas av den så kallade Leo-lagen kräver att beslut tas med nio tiondelars majoritet. För att omfattas av Leo-lagen krävs att det är fråga om emission eller överlåtelse av instrument till personer inom personkretsen. För att kringgå behovet av emission eller överlåtelse från bolaget direkt till deras anställda alternativt genom en typ av swap-förfarande som är förbjudet kan man genomföra en tillåten swap, d.v.s. en sådan där aktierna köps på marknaden istället för att emitteras från arbetsgivaren till ett handhavande bolag för att användas till programmet. I normalfallet så är det inte möjligt att använda sig av denna typ av swap i samband med konvertibler eller teckningsoptioner varför en nio tiondelars majoritet krävs för beslut om denna typ av program.

Köptioner, syntetiska optioner och aktiesparprogram kan dock använda sig av en swap vilket gör att man kan få till stånd ett sådant program med en lägre majoritet. Lagen reglerar inte hur beslut skall tas i dessa fall. Aktiemarknadsnämndens uttalanden säger endast att bolagsstämman bör ta beslut i de fall dessa program är särskilt omfattande eller betungande. Istället är det här Koden som går in och ställer de hårdaste kraven, nämligen att alla aktie- eller aktiekursrelaterade incitamentsprogram skall beslutas av stämman, med enkel majoritet. För att denna lägre majoritet skall vara aktuell krävs dock att man inte aktualiserar en högre majoritet på annat sätt, t.ex. vid hedging.

5.5 Informationskrav

För att de hårda beslutsreglerna kring incitamentsprogram skall få önskad effekt är en förutsättning naturligtvis att aktieägarna får komplett information. Informationsreglerna kan delas upp i krav på information före, i samband med och efter beslut om incitamentsprogram. Reglerna om information inför beslutet gäller dock endast när bolagsstämman är inblandad i beslutfattandet.¹⁴⁷

¹⁴⁶ AMN 2002:1 p. 4.4

¹⁴⁷ Kristiansson s. 348

Aktiemarknadsnämnden anför i en rad punkter information som bland annan information bör framgå av styrelsens förslag till incitamentsprogram och som skall presenteras för aktieägarna. Listan skall inte ses som uttömmande:

- *”Vilka motiven är för förslaget,*
- *Vilka kategorier i bolaget som berörs av förslaget,*
- *Hur stora volymer av de aktuella instrumenten som skall emitteras,*
- *Ränta och löptid för konvertibla skuldebrev samt buruvida lånet är efterställt eller ej,*
- *Konverterings- eller teckningskurs resp. lösenbelopp,*
- *Instrumentens marknadsvärde och det pris till vilket instrumenten skall kunna förvärfvas samt, i förekommande fall, hur marknadsvärdet beräknats och vem som utfört värderingen,*
- *Tilldelningens storlek,*
- *Hur stor utspädningen kan komma att bli och hur den har beräknats samt vilka effekter den får på viktiga nyckeltal,*
- *Hur stora kostnader programmet kan komma att medföra för bolaget vid exempel på antaganden om aktiens framtida kursutveckling,*
- *Vilka åtgärder som vidtagits för säkring (”hedge”) av programmet,*
- *Hur stora kostnaderna beräknas bli för säkring av programmet och eventuella sociala avgifter,*
- *I vilka former förslaget har beretts, samt*
- *Vilket majoritetskrav som skall tillämpas vid stämmans beslutsfattande.”¹⁴⁸*

För att programmet skall kunna sättas in i ett sammanhang förväntas det även medfölja en sammanfattning av hur bolagets eventuella övriga incitamentsprogram ser ut.

Förslaget skall med tillhörande information skickas till de aktieägare som anmält att de skall närvara på stämman, det skall också finnas tillgängligt på bolagets hemsida minst två veckor innan stämman. I kallelsen till bolagsstämman skall de förslag som skall tas upp framgå. Detta är en regel i ABL och är därmed ämnad att endast omfatta de fall då lagen stadgar om Leo-majoritet. Samma bör dock gälla även i de fall då Leo-majoritet tillämpas för att det anses lämpligt med hänsyn till god sed på aktiemarknaden.

¹⁴⁸ AMN 2002:1 p. 5

När beslut om incitamentsprogram tagits av styrelse, vilket som ovan behandlats kan ske vid program uppbyggda av syntetiska optioner, personaloptioner och köptioner, så skall beslutet genast offentliggöras. Detta följer även av värdepappersmarknadslagen. Möjlighet att skjuta upp offentliggörandet av kurspåverkande information finns bara om det finns godtagbara skäl, allmänheten inte riskerar att vilseledas samt att företaget kan säkerställa att informationen inte röjs.¹⁴⁹ Dessa informationsregler är harmoniserade i EU genom marknadsmissbruksdirektivet.¹⁵⁰ Utöver detta tar även OMX upp ämnet i sitt regelverk för emittenter. Dessa regler bär mycket stora likheter med AMN:s uttalande ovan.¹⁵¹

Som nämnts finns även regler för information efter beslutet. Koden kräver att utestående incitamentsprogram redovisas i den bolagsstyrningsrapport som skall fogas till bolagets årsredovisning. Ständigt uppdaterad information om utestående incitamentsprogram skall enligt koden också finnas på bolagets hemsida.¹⁵²

6 ANALYS

Att incitamentsprogrammen kommit för att stanna råder det knappast något tvivel om. Förekomsten av denna typ av ersättning har ökat kraftigt sedan de på 1980-talet fick sitt genombrott och denna utveckling visar inga tecken på att avta. Incitamentsprogrammets exakta form har under denna tid dock visat sig vara högst föränderlig. Via 1980-talets konvertibler och 1990-talets optioner så är den nya trenden sedan den senare delen av 2000-talets första decennium aktiesparprogram.

I centrum för regleringen kring hur man får till stånd ett aktierelaterat incitamentsprogram står Leolagen. Åsikterna om denna lag går kraftigt isär, något som i följande stycken kommer att behandlas i detalj. Jag kommer även att väga fördelar mot nackdelar vad gäller lagreglering och självreglering på detta område. Ytterligare en aspekt som kommer behandlas är förekomsten av att beslut om incitamentsprogram delas upp och problematiken som följer av detta.

Då ansatsen i min analys är de lege ferenda finner jag det naturligt att analysens fokus ligger på de delar av rättsområdet som jag anser vara problematiska eller särskilt intressanta för att på så vis föra en argumentation om vad lagen bör vara.

¹⁴⁹ VpmL 15:6-7 §§ för reglerad marknad samt 11:6-7 §§ för handelsplattform.

¹⁵⁰ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG art. 6

¹⁵¹ Regelverk för emittenter, NASDAQ OMX Stockholm p. 3.3.6

¹⁵² Kristiansson s. 349

6.1 Leo-majoritetens ändamålsenlighet

6.1.1 Motiven till Leo-lagen vid dess tillkomst

Efter Leo-affären tillsatte regeringen en kommission, Leo-kommissionen. De gavs till uppgift att klarlägga vad som faktiskt hade hänt i den s.k. Leo-affären samt att ge sin syn på vilka åtgärder som borde vidtas. Deras fokus skulle ligga på de mindre aktieägarnas skydd och tryggheten av att handeln med aktier sker i trygga och rättvisa former.¹⁵³

Leo-kommissionen konstaterade att den s.k. Pilotskolan¹⁵⁴ kommit för att stanna och att man inte kunde finna några avgörande hinder från principiell synpunkt att förbjuda att riktade emissioner sker vid tillämpning av denna skola. Detta under förutsättning att villkoren för emissionen fastställs på marknadsmässiga grunder. Man uttrycker även att tilldelningen bör stå i rimlig proportion till den omfattade personens anställningsvillkor. De lagändringar man föreslog tog sikte på att beslut om dessa riktade emissioner skall fattas på ett sätt som är betryggande ur minoritetsskyddssynpunkt och att informationsgivningen före och efter dessa beslut skulle uppfylla högt ställda krav. Kraven man förordade vid dessa beslut var således i hög grad formella. Genom höga formella krav skulle minoritetens rättssäkerhet tryggas. Några materiella krav såg man inga skäl till att anta. Man ville avvakta effekterna av de nya formella reglerna först. Kommissionens förslag togs emot väl av den övervägande delen av remissinstanserna. En del av de remissinstanser med stark näringslivsanknytning ville dock helst se vad självsanerande åtgärder kunde få för effekt innan man tog steget att lagstifta i frågan.¹⁵⁵ Som föredragande uttryckte stadsråd Bengt K.Å Johansson att man vill få *garantier* på plats för att beslutsformerna är betryggande ur minoritetsskyddssynpunkt, något som endast kan ske lagstiftningsvägen. Han påpekade även att det fanns ett behov av riktlinjer för de materiella villkoren vid dessa emissioner, men likt Leo-kommissionen ville han avvakta självsaneringens effekter.¹⁵⁶

Kommissionen kom fram till att de emissioner och överlåtelser som förekommit i AB Leo borde kräva full enighet bland ägarna. Kommissionens förslag på majoritet som skulle behöva uppnås för ett giltigt beslut var dock endast nio tiondelar av såväl de vid stämman avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Att man inte valde att kräva just full enighet beror främst på att detta i princip är omöjligt att uppnå i ett noterat bolag.¹⁵⁷ Detta förslag stöddes också av föredraganden. Flera remissinstanser förordade dock en majoritet på två tredjedelar. Remissinstansernas argumentation fokuserade på att denna majoritet är huvudregel för att få till stånd en förändring av bolagsordningen. Föredraganden pekar dock på att kraven för ändring av bolagsordningen ställs högre vid mer ingripande förändringar. En av dessa mer ingripande förändringar gäller när

¹⁵³ Ds Fi 1986:21 s. 1

¹⁵⁴ Vanligt förekommande uttryck på 1980-talet för ett ersättningssystem där ledningen liknas med ett flygplans pilot. Om flygplanet störtar, eller aktiekursen faller, så störtar/faller piloten också. På detta sätt motiverade man att ledningen skulle äga aktier i bolaget de ledde i en sådan omfattning att de verkligen blev engagerade i företaget.

¹⁵⁵ Prop 1986/87:76 s. 20-21

¹⁵⁶ Prop. 1986/87:76 s. 22

¹⁵⁷ Kristiansson s. 346-347

förändringen försämrar existerande aktiers rätt. Detta argumenterar man för att en riktad emission av detta slag kan göra t.ex. om teckningskursen sätts lägre än de befintliga aktiernas värde och därmed minskar de befintliga aktiernas värde. Ett annat argument som lyfts fram är att reglerna om riktade emissioner inte hade som syfte att möjliggöra emissioner till ledande befattningshavare och att även detta motiverar ett högre beslutskrav än vad som är huvudregel vid förändring av bolagsordningen.¹⁵⁸ Av intresse är att en vanlig riktad emission vid denna tidpunkt kunde beslutas med enkel majoritet. En majoritet på två tredjedelar skulle således även det innebära en skärpning.

För att reglerna inte lätt skulle kunna kringgå föreslogs även regler om att motsvarande beslut måste tas i det emitterande bolagets moderbolag. Här tyckte ett antal remissinstanser att regleringen blev allt för långtgående och att det hotade bolagens autonomi.¹⁵⁹

Av resultatet att döma lät lagstiftaren sig inte påverkas av kritiken från näringslivet. Det blev lagregler istället för självreglering, det blev nio tiondelar istället för två tredjedelar och det blev fastslaget att beslut även skall tas i moderbolaget till det emitterande bolaget.

6.1.2 Senare argumentation rörande Leo-lagen

Leo-lagens konstruktion har senare varit uppe för diskussion vid flera tillfällen. Kritiken har vid dessa tillfällen varit i stort sett desamma som vid lagens ursprungliga tillkomst.

Ett nytt argument för att behålla majoritetskraven som de var formulerades dock av Aktiebolagskommittén som lyfte fram att Leo-lagen med sitt höga majoritetskrav under den tid den varit i bruk på ett effektivt sätt stoppat otillbörligt utnyttjande av riktade emissioner till fördel för ledande befattningshavare.¹⁶⁰

6.1.3 En jämförelse av majoriteter

I föregående stycke berörs att remissinstanserna gjort en intressant jämförelse. Man har ställt de emissioner som faller inom Leo-lagens tillämpning emot andra typer av beslut som kräver en liknande majoritet och argumenterar utifrån vinkeln att om Leo-lagens transaktioner är mindre allvarliga än de beslut som kräver liknande majoritet. En typ av beslut som remissinstanserna använder sig av i sin argumentation är beslut om ändring av ett aktiebolags bolagsordning. I normalfallet kräver en ändring av bolagsordningen en majoritet av två tredjedelar av avgivna röster och vid stämman företrädda aktier. Som nämnts är det i detta sällskap remissinstanserna tycker Leo-lagens emissioner hör hemma. Det finns dock en strängare majoritetsregel vid vissa mer ingripande förändringar i bolagsordningen som har större likheter med Leo-majoritet. Det krävs i dessa fall samtycke av samtliga röster vid stämman och nio tiondelar av aktier företrädda vid stämman. Majoritetskraven är således mer stränga än Leo-majoriteten eftersom samtliga röster vid stämman krävs istället för nio tiondelar. Tre typer av ändringar kräver denna majoritet:

¹⁵⁸ Prop. 1986/87:76 s. 28-29

¹⁵⁹ Prop. 1986/87:76 s. 29

¹⁶⁰ SOU 1997:22 s. 219

1. Aktieägarnas rätt till bolagets vinst eller övriga tillgångar minskas genom en förändring av bolagets syfte. Ett exempel kan vara att syftet ändras från det normala vilket är att ge vinst som skall fördelas till aktieägarna till att vinsten istället skall tillfalla ett välgörande ändamål.
2. Rätten att överlåta eller förvärva aktier i bolaget inskränks genom förbehåll. Ett exempel på detta är att man bestämmer att aktieägarna vid försäljning först måste erbjuda existerande övriga aktieägare att köpa aktierna innan han kan sälja dem till någon annan, ett s.k. förköpsförbehåll.
3. Rättsförhållandet mellan aktier rubbas. Exempel på detta är att ta beslut om att alla aktier inte skall ha samma röstvärde.¹⁶¹ Värt att nämna är att utspädning inte omfattas av denna sista punkt då det inte innebär en förändring av rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier.

De tre typerna av ändringar i bolagsordningen rör tre centrala principer i aktiebolaget: vinstsyftet, den fria överlåtbarheten och aktiernas inbördes lika rätt. Detta skulle innebära att emissioner riktade till de personer Leo-lagen nämner som närstående i lagstiftarens ögon är nästan lika allvarliga angrepp på aktieägarens rätt som ett avsteg från vinstsyftet, den fria överlåtbarheten av aktier eller aktiernas lika rätt.

Något lägre majoritet än Leo-lagen tillämpas för att besluta om ett tak för hur många aktier varje aktieägare får rösta för på bolagsstämman, endast två tredjedelar av de avgivna rösterna och nio tiondelar av de vid stämman företrädde aktierna krävs då. Ett annat exempel på ett beslut om ändring av bolagsordningen med detta krav är att begränsa aktieägarnas rätt till bolagets vinst på annat sätt än genom att ändra bolagets syfte enligt ABL 7:44 p. 3¹⁶². De denna regel i normalfallet endast riskerar att öka minoritetens inflytande så är det naturligt att dessa beslut kräver en lägre majoritet.

En naturlig fråga är således om Leo-majoriteten ligger på rätt nivå i jämförelse med dessa andra beslut. Remissinstanserna menar att det är orimligt att det skall vara svårare att besluta om ett incitamentsprogram eller riktad emission av liknande slag än att ändra i bolagsordningen. I SOU 1997:22 svarar Aktiebolagskommittén på kritiken med att mena att de förfaranden som Leo-lagen omfattar innebär ”särskilda faror för otillbörligt gynnande av företagsledning och andra personer med insiderliknande ställning” och att en ”överväldigande majoritet” av såväl på stämman företrädde aktier som avlagda röster därför bör krävas för beslut. Man ser således en stor fara i kombinationen av emission och ersättning till närstående personer.

En tydlig skillnad mellan de beslut som tas genom Leo-lagen vid incitamentsprogram och beslut om ändring av bolagsordningen är dess frekvens och tidshorisont. I större bolag är beslut om incitamentsprogram förekommande på varje års bolagsstämma. Ändringar av bolagsordningen är betydligt mer extraordinära. En ändring av bolagsordningen är generellt giltig för bolaget, utan

¹⁶¹ ABL 7:43

¹⁶² Jmf ABL 7:43 p. 1

tidsgräns. En transaktion i samband med ett incitamentsprogram som omfattas av Leo-lagen har betydligt mer begränsade konsekvenser eftersom den endast rör ett enskilt program, inte alla fortsatta program tills nytt beslut tas.

6.1.4 Harmonisering

Leomajoriteten är med sina höga majoritetskrav unik ur ett internationellt perspektiv.¹⁶³ I övriga Europa är en majoritet om två tredjedelar den vanligast förekommande vid emissioner riktade till bolagets närstående.¹⁶⁴ I förarbetena till den nya aktiebolagslagen diskuterades också ett närmande till europeiska förhållanden genom att låta det allmänna kravet vid riktade emissioner på två tredjedelars majoritet för beslut även gälla vid emissioner till de som innefattas i Leo-lagens personkrets. Detta skulle innebära att det blev full harmonisering inom norden eftersom resten av de nordiska länderna tillämpar just en två tredjedels majoritet.

Argumenten för att genomföra denna förändring var bl.a. att minoriteten istället skyddas genom den aktiebolagsrättsliga generalklausulen som förbjuder bolagsstämman att fatta beslut ägnade att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Innan Leo-lagen infördes, d.v.s. när Leo-affären inträffade, hade man en reglering med samma bakomliggande tanke. Att generalklausulen skulle ge minoriteten skydd. På den tiden krävdes dock endast enkel majoritet på bolagsstämman för att genomföra dessa transaktioner. Dessutom fanns det inga krav på att ett moderbolag behövde ta motsvarande beslut när ett dotterbolag genomförde en emission. Självregleringen var heller inte lika utbyggd som den är idag. Således skulle det byte som diskuteras idag inte innebära en fullständig tillbakagång till hur regleringen såg ut när Leo-affären briserade. Bytet från enkel majoritet till två tredjedelars majoritet vid ”vanliga” riktade emissioner skedde 1995 som en del i Sveriges harmoniseringssträvanden inför EG-medlemskapet.¹⁶⁵

6.1.5 Kumulation

Det faktum att många bolag som verkar i Sverige även har verksamhet i andra länder gör att de måste anpassa sig till flera länders regelverk. Effekten blir att man vid genomförandet av ett incitamentsprogram som omfattar hela företaget så måste man anpassa sig till alla de omfattade ländernas regler kumulativt. Utöver de stränga svenska reglerna kan det finnas andra särskilt stränga nationsspecifika regler i andra länder. När dessa regelverk läggs samman får man sammantaget mycket strängt regelverk att förhålla sig till.¹⁶⁶

6.1.6 Förtroendet på aktiemarknaden

Ett av motiven till de höga kraven är att det stärker förtroendet för aktiemarknaden. En minskning av kraven skulle således kunna skada detta förtroende. Förtroendet för värdepappersmarknaden har stor betydelse för samhällsekonomin då värdepappersmarknadens aktörer vid bristande förtroende

¹⁶³ Kristiansson s. 349

¹⁶⁴ SOU 1997:22 s. 219

¹⁶⁵ SOU 1997:22 s. 217-219

¹⁶⁶ Telefonintervju med Peter Karlsson på Nordea

blir tvungna att lägga ned större resurser på att skydda sina intressen när de samverkar med andra aktörer, detta eftersom deras inflytande minskat och den formella rättssäkerheten blivit svagare.¹⁶⁷ Ett lågt förtroende för den svenska aktiemarknaden kan också göra att riskvilligt kapital placeras på andra marknader och att dynamiken på den svenska marknaden därmed hämmas. Den samhällsekonomiska vinst som kan göras i och med de minskade kostnaderna för bolagen i konstruerandet och förankrandet av incitamentsprogrammen riskerar att ätas upp av kostnader associerade med att säkerställa att transaktionerna som genomförs på marknaden är trygga.

6.2 Lagreglering kontra självreglering

Som bekant finner man regleringen kring incitamentsprogram inte bara i lagreglering utan även i självreglering. Jag har också beskrivit hur brott mot dessa regler betingar olika stränga påföljder beroende på om regeln som bryts är uttryckt i lagstiftning eller självreglering. Att ha en skillnad i hur olika ageranden bestraffas är i sig inget problem, tvärtom är det en förutsättning för att få ett någorlunda rättvist resultat. Men denna konstruktion bör då vila på en grund av att lika behandlas lika, d.v.s. att avvikelser från självregleringen i verkligheten är mindre allvarliga än avvikelser från lagen. Annars är det inte rimligt att de möter lindrigare konsekvenser. För att illustrera denna poäng skall jag ta utgångspunkt i ett praktiskt exempel.

I aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2008:6 har det börsnoterade bolaget Sandvik sålt ett dotterbolag kallat Edmeston till dess VD:s 24-åriga dotter. Dotterns köp är dock endast en del i en större transaktionskedja, en s.k. Management Buy-Out. Målet var att ett nystartat bolag vid namn Edmeston Holding skulle bli slutlig ägare till Edmeston. Edmeston Holding skulle sedermera överlåtas till hennes far, VD:n i Edmeston. Att sälja direkt till VD:n eller ett holdingbolag ägt av VD:n hindras dock av Leo-lagen. Som vi kan dra oss till minnes från stycket om Leo-lagen så omfattas endast omyndiga barn av den personkrets som definierar Leo-lagens tillämplighet varför en försäljning till den 24-åriga dottern faller utanför. Detta förfarande bryter således inte mot lagen. Aktiemarknadsnämnden säger dock i sitt uttalande i ärendet att det skall vara att anse som ett ”uppenbart kringgående” att göra på detta vis, därmed skall Leo-lagens beslutsregler ändå gälla. Kringgåendet anses vara ett brott mot god sed på aktiemarknaden.

Som bekant så skulle en transaktion av Edmeston direkt till VD:n innebära ett brott mot Leo-lagen och därmed skulle transaktionen vara ogiltig. Ett brott mot god sed på aktiemarknaden, vilket AMN:s uttalanden är en del av, har dock inte denna följd. Lite tillspetsat kan man säga att ett medvetet kringgående av de lagregler som ligger till grund för aktieägarnas formella rättssäkerhet belönas med att transaktionen inte blir ogiltig och att det blir svårare för aktieägarna att kräva skadestånd.

Att låta självreglering komplettera lagreglering är ett bra sätt att kombinera lagstiftningens trygghets- och förtroendeskapande egenskaper med självregleringens snabbhet och närhet till verkligheten. I

¹⁶⁷ Kågerman, Lohmander, De Ridder s. 337

just fallet med Leo-lagen så har denna lag ett antal tydliga luckor som självregleringen gjort sitt bästa för att fylla. Frågan är om att på detta sätt låta regler av olika dignitet samspela i precis samma fråga är det mest rättssäkra sättet att nyttja självregleringen. Kanske vore det bättre att låta personkretsen regleras fullt ut i *antingen* lagstiftning eller självreglering, för att på detta sätt slippa gränsdragningar och ojämlig tillämpning.

Exemplet med Sandvik och Edmeston visar på de skillnader i tillämpning som uppkommer av att reglerna står att finna såväl i lagreglering som i självreglering. Av mängden fall behandlade av AMN som är av denna typ att döma så är denna typ av förfarande inte särskilt vanligt, det är således inte ett allvarligt problem i praktisk tillämpning. Motiven till en förändring av regelläget ligger istället i hotet för vad dessa förhållanden skulle kunna få för följder, vad det bjuder in till.

Lagstiftaren har uttryckt att dessa transaktioner är mycket allvarliga och att de skall anses ogiltiga när de genomförs, dessutom ger de upphov till skadeståndsskyldighet eftersom en aktiebolagsrättslig regel överträtts. Genom att samma rättsföljd kan uppnås med betydligt mindre konsekvenser för den som ligger manken till och undviker att bryta mot lagreglerna så förfelas lagens syfte. Lagstiftaren är på samma gång sträng mot förfarandet som hon är tafatt mot det.

6.3 Uppdelning av beslut

Under avsnittet om de materiella reglerna som incitamentsprogrammen omgärdas av så framgår det tydligt att olika program kräver olika höga majoritetskrav. Ett förfarande som är ett resultat av de olika programmens olika majoritetskrav är att företag delar upp beslutet om införande av incitamentsprogram i två beslut.¹⁶⁸

Antag att styrelsen har för avsikt att få till stånd ett aktierelaterat incitamentsprogram där det vid genomförandet krävs ”Leo-majoritet” p.g.a. en överföring av rättigheter av något slag till ledande befattningshavare. Då tar man först ett beslut om hur själva konstruktionen skall se ut och hur programmet skall falla ut för de deltagande utan att specificera på vilket sätt rättigheterna skall komma de deltagande till godo. Man lämnar därmed beslut om t.ex. nyemission utanför detta beslut. Genom att lämna denna fråga utanför beslutet så kan beslutet tas med 50 % majoritet. Man tar sedan ett andra beslut där man sätter frågan om nyemission på sin spets. Detta beslut läggs dock upp som ett val mellan två alternativ. Alternativ ett är att man genomför programmet genom att göra en riktad nyemission till deltagarna, för beslut krävs då nio tiondelars majoritet. Alternativ två är att man genomför programmet med hjälp av en aktieswap. För beslut krävs då endast femtio procents majoritet p.g.a. att detta förfarande inte omfattas av 16:e kapitlet aktiebolagslagen (Leo-lagen). Nämnas bör att en aktieswap generellt är mer kostsamt för bolaget än en nyemission. En aktieägare som har mellan 10 och 49 % av såväl röster som aktier på bolagsstämman står då framför ett val mellan utspädning eller inte utspädning, incitamentsprogrammets kostnad eller omfång har redan beslutats. Skulle minoriteten komma fram till att de inte vill ha sitt innehav utspäat så innebär detta

¹⁶⁸ Telefonintervju med Peter Karlsson på Nordea

på samma gång att företaget drar på sig en större kostnad än vad som varit fallet om nyemission hade valts. Kostnad och omfattning har således frikopplats från beslutet och beslutet handlar uteslutande om utspädning eller ej.

Ser man till reglerna på området så är detta förfarande inget regelbrott, att besluta om en aktieswap kräver inte högre majoritet än 50%. Man kan dock fråga sig hur tillvägagångssättet står sig gentemot reglernas syfte.

För att syna reglernas syfte gör jag en återblick på hur reglerna kom till. Reglerna i 16:e kapitlet Aktiebolagslagen har sin förlaga i Leo-lagen som i sin tur fick sin utformning av turerna i den s.k. Leo-affären. Leo-lagen var bl.a. en konsekvens av hur man varit alltför frikostig vid tilldelning av aktier till personer närstående till AB Leo när detta skulle börsnoteras. Det var möjligheten att rikta emissioner som i sin tur gjorde detta förfarande möjligt. Däremot var det inte den enkelhet med vilken man kunde rikta emissioner som stod i främsta fokus i mediedrevet som följde utan omfattningen och storleken på tilldelningarna. Lagstiftarens svar blev dock en reglering som höjde kraven för att besluta om riktade emissioner till personer som stod företaget nära. Någon lag om hur stor omfattningen fick vara stiftades aldrig.

Istället för att materiellt reglera området i detalj så valde man att skapa en stark formell rättssäkerhet för aktieägarminoriteten. Genom att stadga att en hög majoritet krävs på bolagsstämma så skall väl övervägda beslut fattas där även minoritetens intressen säkras. Formella regler skulle hindra att Leo-affären skulle kunna upprepas. Skulle ett förfarande liknande det i Leo-affären ändå äga rum så skulle beslutets legitimitet vara hög då hela nio tiondelar av aktieägarna stöttat beslutet.

Självregleringen tog på sig uppgiften att fylla de glipor och tomrum som Leo-lagen hade. Självregleringen följde i stor utsträckning Leo-lagens mall och ägnade sig främst åt att fullborda aktieägarnas formella rättssäkerhet. Man tog således inte på sig att formulera regler om överföringarnas omfattning mer än i allmänna ordalag. Omfattningen har därmed inte letat sig in i någon uttrycklig regel vare sig i lag eller i självreglering. En befogad fråga är då om omfattningen, den mest provocerande aspekten av Leo-affären, i realiteten aldrig bemöttes med några kraftfulla åtgärder?

Man behandlar just omfattningen i Leo-lagens förarbeten. Man påtalar att interna regler inom företagen själva om hur stor tilldelning varje deltagare skall kunna få är både ändamålsenliga och befogade.¹⁶⁹ Man uttalar dock aldrig specifikt huruvida omfattning och tilldelning skall omfattas av Leo-lagen eller ej. Det förblir oklart om de ser det som underförstått att emissionens fullständiga villkor skall omfattas av beslutet eller om det endast är själva emissionen isolerat som man tar beslut om med denna majoritet. I praktiken tillämpas lagen dock endast som en lag om formella krav gällande dessa riktade emissioner, det materiella syftet har hamnat på etikens område, närmast under ett egenansvar.

¹⁶⁹ Prop 1986/87:76 s. 52

Då lagen formats efter vad som hände i Leo-affären så råder dock inget tvivel om att reglernas syfte var att förhindra att denna typ av skandal hände igen. Syftet bör således vara att utöver att skydda minoriteten från utspädning även att skydda bolaget och dess aktieägare (även minoriteten) från skada p.g.a. överdrivna kostnader till följd av generösa tilldelningar.

Jag tycker man ska ställa frågan om det är etiskt riktigt att dela upp beslutet på detta sätt. Syftet bör tolkas vara att genom höga krav på majoritet låta aktieägarna ta ställning till ”hela” beslutet om dessa transaktioner, både utspädning och kostnad. Genom uppdelningen har man frikopplat beslutet om kostnaden.

6.4 Diskussion kring förändringar

6.4.1 Enhetlig majoritet

Viljan att dela upp beslutet drivs av förekomsten av olika majoritetsregler. Genom att utöver emissionsalternativet som kräver Leo-majoritet lägga fram ett alternativ som endast kräver enkel majoritet försäkras man sig om att ett program kommer till stånd även om emissionsalternativet faller och femtio procents majoritet ändå uppnås. Något som skulle ta bort intresset för att dela upp beslutet är således att helt enkelt stadga om att samma majoritet ska gälla för alla typer av incitamentsprogram. Detta är också något som Peter Karlsson på Nordea stödjer. Han ser också etiska såväl som demokratiska problem med de rådande reglerna. Han menar att en situation där en minoritet med så lite som 11 % av rösterna kan stoppa ett förslag som gynnar företaget (emission är billigare att genomföra än swap) inte är demokratiskt riktig, det drar minoritetens makt för långt. Incitamentsprogrammets popularitet bygger dessutom på att de anses tillföra bolaget värde. En motiverad ledning eller personal anses betinga ett högre värde än kostnaden för programmet. Att det är värdefullt för minoriteten att kunna stoppa förfaranden som direkt skadar dem råder inget tvivel om. Däremot är det problematiskt att de kan stoppa ett förfarande endast p.g.a. att de har en annan åsikt om vad som bör göras eller helt enkelt har intressen som är motsatta med bolagets, detta strider mot den demokratiska princip som aktiebolaget bygger på.

En gemensam majoritet för incitamentsprogram i allmänhet skulle göra området mer överskådligt. Istället för att varje typ av program har egna regler att ta hänsyn till, i många fall kompletterade av olika instanser, så kan man istället reglera att alla incitamentsprogram kräver en viss majoritet, samma majoritet. Då skulle man slippa snårigheten med att utreda vad som gäller för varje typ av instrument samt att behovet för backup-lösningar för det fall att emissionsalternativet nobbas skulle minska.

6.4.2 Politikens relevans

Varje gång som Leo-lagen sedan sin tillkomst har varit föremål för en statlig utredning så har näringslivet varit mer eller mindre odelat starkt kritiskt till de höga majoritetskraven, ändå har reglerna i någorlunda identisk utformning bestått. Självklart kan det förhålla sig så att lagstiftaren är

fullständigt övertygad om majoritetskravens ändamålsenlighet men man kan också ställa frågan om reglernas bestånd kan ha grund i det politiska klimatet.

Reglerna diskuterades i förtroendeutredningen, men då dess uppgift var att öka allmänhetens förtroende för aktiemarknaden så kan man tänka sig att det aldrig ens var aktuellt att genomföra en förändring där minoriteten får mindre makt då det snarast är minoriteten som allmänheten identifierar sig med i detta sammanhang. I utredningen inför den nya aktiebolagslagen så hade man IT-bubblan och dess bolags generösa optionsprogram i färskt minne så rimligtvis var man inte heller då särskilt intresserad av att förändra reglerna på ett sätt som gör minoriteten svagare i dessa frågor. Det är svårt att politiskt motivera att beslutsmajoriteten skall minskas då ingen politisk aktör vill vara den som i dagens samhällsklimat ger de stora elefanterna på aktiemarknaden större makt över ersättningsfrågan. Incitamentsprogram och bonusar har även varit i fokus under finanskraschen varför lindringar av regleringsbördan på detta område troligtvis låter vänta på sig. Anledningen till att det är politiskt problematiskt att minska Leo-lagens majoritetskrav är rimligtvis i första hand att det i gemene mans ögon öppnar för undermåligt övervägda beslut där redan välavlönade näringslivstoppar får ännu högre ersättningar. Paradoxalt nog ligger just storleken och omfånget av ersättningen utanför Leo-lagens praktiska tillämpning varför en sänkning av majoriteten skulle få begränsad betydelse på just denna aspekt.

Som motpol till denna argumentation kan man nämna Lars Milbergs iakttagelse i att de näringslivsorganisationer som varit mest kritiska till Leo-lagen inte skall antas föra ägarsidans talan. Dessa organisationer är snarare styrda av ”befordrade anställda tjänstemän”. Som sådana har de mycket lite gemensamt med ägarna utan står snarare som representanter för den grupp som i och med det mer spridda ägandet vuxit sig för starka i relation till ägarna, företagsledarna. Företagsledarna är också bland de grupper som skulle ha mest att tjäna på att beslut om incitamentsprogram blev lättare att ta.¹⁷⁰

6.4.3 Illojalitet hos minoriteten

Genom Leo-lagens höga majoritetskrav har man tillförsäkrat minoriteter på 10 % och högre andel av röster eller aktier företrädda vid stämman ett stort mått av formell rättssäkerhet i de transaktioner lagen omfattar. Genom att ges ett kraftfullt inflytande i dessa beslut kan minoriteten tillvarata sina egna intressen och stoppa program som skulle skada deras intressen. Beslut om incitamentsprogram måste således förankras hos de större minoritetsaktieägarna för att kunna bli giltigt.

Minoritetens formella rättssäkerhet måste dock ställas mot aktiebolagets demokratiska princip. För att den formella rättssäkerheten skall få önskad effekt så bör minoritetens intressen sammanfalla med de som är normala för aktiebolaget, t.ex. vinstsyftet. Ett möjligt scenario är dock att en minoritetsaktieägare kan ha andra mål med sitt aktieinnehav. Denna kan ha motstridiga intressen att ta hänsyn till, intressen som inte ligger i linje med bolagets. I dessa fall ger regleringen ett

¹⁷⁰ Milberg s. 435-436

odemokratiskt resultat och hämmar aktiebolagets grundläggande mål. Då är det problematiskt att en minoritet av 10 % utan att kunna bevisa otillbörlighet kan stoppa beslutet.

Om man gick över till ett lägre majoritetskrav för beslut så skulle minoritetens makt minska drastiskt. Det skulle krävas ett betydligt större kapital för att uppnå den röststyrkan som krävs för att utan att visa otillbörlighet kunna stoppa ett incitamentsprogram baserat på dessa riktade emissioner. Kan man inte visa otillbörlighet så krävs det att man har en tredjedel av röster vid stämman och vid stämman företrädda aktier på sin sida för att kunna stoppa beslutet. Mängden aktieägare som med så stort investerat kapital ändå främst drivs av intressen som är motstridiga med aktiebolagets intressen bör vara mycket få.

6.4.4 Generalklausulens ökade betydelse

Leo-lagen ger minoriteter som företräder minst 10 % av antingen röster vid stämman eller vid stämman företrädda aktier möjlighet att stoppa beslutet. De kan således stoppa beslutet oavsett vilka skäl de lägger som grund för sitt ställningstagande. Mindre minoriteter skyddas endast av generalklausulen i 7:47 ABL. För att kunna tillämpa denna paragraf krävs dock att man kan visa att beslutet är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. En förändring av majoritetskraven skulle således öka generalklausulens betydelse då allt fler minoritetsägare skulle omfattas av den grupp som endast har den som skydd mot de emissioner som omfattas av Leo-lagen.

7 SLUTSATS

Allt pekar mot att incitamentsprogrammen är här för att stanna. De har under flera decennier ökat i såväl omfattning som betydelse. Regleringen av hur dessa program får komma till stånd har under tiden utvecklats allt eftersom deras användande givit upphov till problem eller oklara rättsfrågor. Regleringen har p.g.a. detta blivit komplicerad, inte av praktiska skäl utan av historiska. Lagregleringen har formen av en ganska allmän reglering, den är inte specifikt ämnad för incitamentsprogram *endast* utan omfattar emissioner riktade till bolagets närstående generellt. Detta gör att reglerna tillämpas vid situationer som till sina omständigheter är vitt skilda. Självregleringen kring incitamentsprogram är av mer specificerad karaktär. Här stadgar man tydligt vad som gäller vid just incitamentsprogram.

Att reglerna kring incitamentsprogram är uppdelade i lagreglering och självreglering är i första hand ett teoretiskt snarare än ett praktiskt problem. Brott mot självregleringen sker i så pass liten skala att skillnaden i påföljder inte får påtagliga konsekvenser. I grunden så vill aktörerna på marknaden följa reglerna till punkt och pricka. Att behålla omgivningens förtroende har så pass stor vikt att de fördelar som kan uppnås genom att bryta mot reglerna inte är värda sitt pris. "Cold shouldering" är inte en teoretisk konstruktion utan i allra högsta grad en realitet.

Personer och organisationer som står näringslivet nära lyfter ofta fram självregleringens förtjänster och att det inte är hårda sanktioner som ger hög efterlevnad av normer utan behovet av hög trovärdighet, både för bolagen och marknaden. Det är detta behov som driver aktörerna att vilja göra rätt. Man menar att sanktionerna i stort saknar styrverkan, att normernas tydlighet är det som räknas.

Trots att problemet med att reglerna är uppdelade i lagreglering och självreglering i första hand är av teoretisk karaktär så är det dock i allra högsta grad även ett *potentiellt* praktiskt problem. Att genomtänkta kringgåenden belönas med mindre allvarliga påföljder är inte tillfredsställande. Denna ojämlikhet i påföljder för handlingar som till sitt syfte och resultat är likvärdiga bör åtgärdas. Det blir en underlig paradox att å ena sidan stadga om en mycket hög majoritet och ogiltighet om man bryter mot reglerna och å andra sidan tillåta att kringgåenden av dessa regler möter mindre allvarliga konsekvenser. Det väcker frågan om lagstiftaren kanske trots allt är kluven till reglernas ändamålsenlighet. Att tydlighet är viktigare än sanktioner bör inte hindra att reglerna är konstruerade så de ger en jämlig tillämpning.

Genom att låta harmonisera Leo-lagen med resten av Norden, d.v.s. gå över till två tredjedelars majoritet, skulle man kunna minska kostnaderna för företagen. Företagen skulle inte behöva förankra programmen hos aktieägarna i samma utsträckning och multinationella företag skulle få enklare att anpassa sig om olika nationers regelverk hade större likheter. Generalklausulen skulle då få kliva in och se till att de mindre aktieägarna ändå behåller ett skydd mot otillbörliga transaktioner. Detta skulle innebära en försvagning av minoritetens formella rättssäkerhet och större ansvar skulle åligga dömande instanser att säkerställa att minoriteten erhåller en materiell rättssäkerhet.

Risken finns att förtroendet för den svenska aktiemarknaden skulle minska om man sänkte beslutskraven. Sannolikheten att denna risk realiserar är dock inte särskilt stor. Detta eftersom det är fråga om en harmonisering där Sverige sänker sina krav till samma nivå som omvärlden. Därmed blir den svenska aktiemarknaden inte mer otrygg i denna aspekt än andra länders aktiemarknader.

En harmonisering av beslutsreglerna skulle troligtvis även påverka användandet av dubbla beslut. I och med att de program som aktualiserar Leo-lagen fortfarande kräver en högre majoritet än t.ex. program baserade på syntetiska optioner (här krävs endast 50 %) så kommer incitamentet att dela upp beslutet fortfarande finnas kvar, men sannolikt kommer det försvagas. Det är enklare att förankra ett beslut hos två tredjedelar av aktieägarna jämfört med nio tiondelar. Kan man förankra tillvägagångssätt och omfattning hos två tredjedelar så finns mindre anledning att dela upp beslutet, då finns också mindre anledning att arbeta fram två alternativa tillvägagångssätt. Här finns en potential för besparingar för bolagen.

Lagstiftaren pekar på att Leo-lagen framgångsrikt stoppat otillbörligt utnyttjande av riktade emissioner och överlåtelser till närstående. Att det nödvändigtvis är de höga majoritetskraven som stoppat utnyttjandet finns anledning att ifrågasätta. Kan man inte tänka sig att samma effekt kunnat uppnås även med lägre ställda krav? Lagstiftarens slutsats har sin grund i faktumet att innan Leo-

lagen förekom utnyttjanden, efter den är det mycket sällsynt. Man tog ett stort språng när man skapade Leo-lagen, ett språng från enkel majoritet till mycket kvalificerad majoritet kombinerat med ett antal regler för att stävja vissa kringgåenden. Intressant att veta vore hur många gånger en minoritet på mellan 10 % (Leo-minoritet) och 33 % (Övriga Nordens minoritetskrav) stoppat ett otillbörligt utnyttjande av riktade emissioner. Med andra ord: genererar de internationellt sett unikt höga majoritetskraven en högre effekt? Om den svenska regleringen är överlägset effektiv på att stoppa otillbörliga transaktioner av dessa slag, varför har ingen tagit efter oss?

Vill man dra förenklingen av reglerna ännu längre så skulle den sänkta Leo-majoriteten kunna kompletteras med regler för att stävja uppdelningen av beslut. Vi har idag en regel i bolagsstyrningskoden som stadgar att alla incitamentsprogram skall beslutas av bolagsstämman med enkel majoritet. Genom att stadga att alla incitamentsprogram skall beslutas med två tredjedelars majoritet så skulle intresset för att dela upp beslutet i två effektivt stoppas. Aktieägarna skulle då få lika makt över såväl programmets omfattning och kostnad som vilken sorts instrument som används, ett resultat som i min mening ligger i linje med den ursprungliga Leo-lagens syfte.

8 KÄLLFÖRTECKNING

8.1 Offentligt tryck

8.1.1 Propositioner

Proposition 1986/87:76 – *Om vissa riktade emissioner m.m.*

Proposition 1997/98:133 – *Beskattning av personaloptioner*

Proposition 2004/05:85 - *Ny aktiebolagslag*

Proposition 2005/06:186 – *Ersättning till ledande befattningshavare i näringslivet*

8.1.2 Annat riksdagstryck

8.1.3 Betänkanden

DS Fi 1986:21, *Riktade emissioner av aktier m.m., Rapport av kommissionen för undersökning av vissa aktieemissioner m.m.*

SOU 1997:22 - *Aktiebolagets Kapital*

SOU 2004:47 - *Näringslivet och förtroendet*

SOU 2009:34 – *Förenklingar i aktiebolagslagen m.m.*

8.1.4 Övrigt

AMN 2002:1

AMN 2003:3

AMN 2005:52

AMN 2008:7

Svensk kod för bolagsstyrning

Regelverk för emittenter, Nasdaq OMX Stockholm

Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG

8.2 Litteratur

8.2.1 Böcker

Ackebo, A – *Stockholmsbörsens marknadsövervakning och sanktionsystem : Börsrätt* – Af Sandeberg, C; Sevenius, R (red), Studentlitteratur, 2008

Af Sandeberg, C – *Aktiebolagsrätten* – Studentlitteratur, 2007

Andersson, S; Johansson, S; Skog, R – *Aktiebolagslagen: en kommentar* – Norstedts Juridik, 2008

Borg, M – *Aktierelaterade incitamentsprogram, en civilrättslig studie* – Jure förlag, 2003

Bergström, C; Samuelsson, P – *Aktiebolagets grundproblem* – Norstedts Juridik, 2009

Börs 2009/10, regelsamling, Far SRS Förlag, 2009

De Ridder, A – *Återköp av aktier : Börsrätt* – Af Sandeberg, C; Sevenius, R (red), Studentlitteratur, 2008

Dotevall, R – *Bolagsledningens skadeståndsansvar* – Norstedts Juridik, 2008

Dotevall, R – *Samarbete i bolag* – Norstedts Juridik, 2009

Dotevall, R; Andersson, J s. 74 f – *En svensk kod för bolagsstyrning, vad är det för något och vad innebär den* – Skog, R (red), Jure Förlag, 2005

Edvardsson, L – *Skatteregler för incitamentsprogram* – Norstedts Juridik, 2002

Jansson, P-O – *Regelstrukturen på värdepappersmarknaden : Börsrätt* – Af Sandeberg, C; Sevenius, R (red), Studentlitteratur, 2008

Jensen, U; Rylander, S; Lindblom, P H – *Att skriva juridik* – Iustus Förlag, 2001

Jones, T - *Business economics and managerial decision making* – J. Wiley, 2004

Keisu, J; Stattin, D – *Bolagsorgan och bolagsstyrning* – Norstedts Juridik, 2009

Kristiansson, B – *Incitamentsprogram : Börsrätt* – Af Sandeberg, C; Sevenius, R (red), Studentlitteratur, 2008

Kågerman, P; Lohmander, C; De Ridder, A – *Etik, regler och värdering på kapitalmarknaden* – Norstedts Juridik, 2008

Leijonhufvud, M – *Straffansvar vid värdepappershandel : Börsrätt* – Af Sandeberg, C; Sevenius, R (red), Studentlitteratur, 2008

Lodin, S-O; Lindencrona, G; Melz, P; Silfverberg, C – *Inkomstskatt, en läro- och handbok i skatterätt* – Studentlitteratur, 2009

Lombach, J; Cederlund, J - *Värdepappersrelaterade incitamentsprogram i Aktiemarknadsbolag* – SN, 1995

Milberg, L – *Minoritetskydd vid bolagsstämma : Börsrätt* – Af Sandeberg, C; Sevenius, R (red), Studentlitteratur, 2008

Nerep, E; Samuelsson, P – *Aktiebolagslagen: En lagkommentar* – Thomson Reuters Professional, 2009

Sevenius, R – *Bolagsstyrning* – Studentlitteratur, 2007

Skog, R – *Rodhes Aktiebolagsrätt* – Norstedts Juridik, 2009

Svensson, B; Danelius, J – *Den nya aktiebolagslagen* - Tholin & Larsson, 2005

Svernlöv, C – *Ansvarsfrihet, Dechargeinstituet i svensk aktiebolagsrätt* – Norstedts Juridik, 2007

8.2.2 Tidskrifter

Munck, J – *Aktiemarknadsnämnden tio år* - SvJT 1996 s 899-903

Samuelsson, P - *Köpooptioner som strategisk kompensationsform för verkställande direktörer i börsbolag* - JT 1991/92 s. 462-481

8.3 Internetkällor

Olofsson, M; Odell, M; Borg, A; Pilsäter, K - ”*Vi stoppar chefsbonusar i statens alla företag*” - Dagens Nyheter, 2009-03-24, <http://www.dn.se>

Nohrstedt, L – ”*Skanska vill att anställda blir aktieägare*” – Byggvärlden, 2008-04-10, <http://www.byggvarlden.se>

Öhrn, L - “*Borg: Bra med fast ersättning*” - Dagens Industri, 2010-04-08, <http://www.di.se>

<http://www.godsedpavardepappersmarknaden.se>

<http://www.bolagsstyrning.se>

TT - ”*Skandias uppgång och fall*” – 2007-12-19, Sveriges Television/TT, <http://www.svt.se>

8.4 Muntliga källor

Telefonintervju med Peter Karlsson, Compensation & Benefit Specialist på Group Human Resources, Nordea Bank AB (publ), intervju genomförd 2010-03-29.