

Incitamentsprogram – något om rättsutvecklingen samt olika program- och hedgestrukturer över tid

Av Klaes Edhall & Emil Boström

Inledning

Aktiemarknadsnämnden har sedan dess verksamhet startade 1986 gjort cirka 600 uttalanden. Av dessa avser ett 60-tal uttalanden i incitamentsprogramfrågor. Under åren fram till och med 2001 gjorde Aktiemarknadsnämnden ett 40-tal uttalanden rörande incitamentsprogram. I uttalandet AMN 2002:1, som var ett principuttalande i plenum, tog så nämnden ett samlat grepp och ersatte tidigare uttalanden på området. Efter AMN 2002:1 har nämnden gjort ytterligare 16 offentliga uttalanden rörande incitamentsprogram. Medan Aktiemarknadsnämndens aktivitet i allmänhet har ökat på senare år, har således antalet uttalanden som rör incitamentsprogram minskat.

Enligt vår erfarenhet har på senare år två legala aspekter varit särskilt aktuella vad avser incitamentsprogram: dels frågor om beslutsformer och – vid bolagsstämmobehandling – majoritetskrav för införande av incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag, dels frågor huruvida gällande insiderregler bör modifieras i någon mån för att underlätta införande av incitamentsprogram. Utöver de kommersiella och marknads-mässiga aspekterna av incitamentsprogram tror vi att dessa två frågor har rönt och fortfarande röner stor uppmärksamhet bland aktiemarknadsbolag och deras rådgivare vid överväganden rörande incitamentsprogram.

Frågan om beslutsformer och majoritetskrav har adresserats av Aktiemarknadsnämnden utifrån ett god sed-perspektiv i ett flertal uttalanden, inklusive i principuttalandet AMN 2002:1. Tillkomsten av vissa rättsregler efter AMN 2002:1 har förändrat bilden något. Som vi kommer att beröra närmare nedan, råder måhända inte ”stillbild” i detta avseende i ett framtidsperspektiv heller.

Insiderreglernas påverkan på incitamentsprogram är något som Aktiemarknadsnämnden inte har adresserat i någon större utsträckning. Att så varit fallet kan lätt inses; insiderreglerna gestaltar sig i

straff- och förvaltningsrättsliga regler och ett angreppssätt utifrån ett god sed-perspektiv låter sig ofta inte göras. Trots det har Aktiemarknadsnämnden i ett par uttalanden tangerat denna frågeställning. Vi kommer att beröra insiderregleras påverkan på incitamentsprogram något nedan, men går inte in i någon djuplodande rättslig analys inom ramen för denna framställning.

Det finns ingen given definition av begreppet incitamentsprogram och begreppet kan ha olika betydelse beroende på sammanhang. För denna framställning har vi valt en avgränsning som innebär att vi endast kommer att beröra aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram.¹ Incitamentsprogram eller bonusprogram som i sin helhet är kontantbaserade och som inte har någon koppling till aktiekursen, aktien eller annat finansiellt instrument utgivet av arbetsgivarbolaget lämnas således därhän i denna framställning. Utanför framställningen faller också vinstandelsstiftelser och olika pensionslösningar som i viss omfattning förekommer på den svenska aktiemarknaden. Framställningen tar vidare endast sikte på incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag – och då med särskilt fokus på de svenska bolagen i large cap-segmentet på NASDAQ OMX Stockholm – och berör således inte program i onoterade aktiebolag eller i andra associationsformer. Vi kommer i avsnittet om programstrukturer att tangera vissa skattefrågor, men i övrigt lämnar vi skatterättsliga liksom arbetsrättsliga och redovisningsmässiga aspekter därhän i denna framställning.

Efter att vi gjort en historisk tillbakablick och redogjort kortfattat för utvecklingen av olika programstrukturer över tiden, kommer vi att översiktligt beskriva det nu gällande aktiebolags- och aktiemarknadsrättsliga regelverket. Här efter följer en schematisk beskrivning av olika hedgestrukturer och beslutsordningar, såväl ur ett *de lege lata*- som ur ett *de lege ferenda*-perspektiv. Aktiemarknadsnämndens roll, både historiskt och i ett framtidsperspektiv, kommer härvid att beröras. Framställningen avslutas sedan med ett försök att kortfattat sia något om vilka trender och tendenser som vi måhända kan förvänta oss framöver.

¹ Jfr regel 9.7 i Svensk kod för bolagsstyrning och punkten 3.3.6 i NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter.

Programstrukturer – från konvertibla skuldebrev till aktieprogram²

Mer än hälften av samtliga svenska aktiemarknadsbolag har idag ett eller flera pågående incitamentsprogram. Bland bolagen i large cap-segmentet på NASDAQ OMX Stockholm är andelen drygt 50 procent, medan andelen uppgår till cirka 40 procent respektive cirka 20 procent bland bolagen i mid och small cap-segmenten.

Ur ett historiskt perspektiv kan man lite förenklat säga att incitamentsprogrammen på den svenska aktiemarknaden har utvecklats från att under 70- och 80-talen samt början av 90-talet ha baserats på kapitalbeskattade värdepapper (förutsatt att priset varit marknadsmässigt) till att efter millennieskiftet ha övergått till strukturer som innebär att deltagaren i incitamentsprogrammet tjänstebeskattas för värdestegringen under programmets löptid. Under 70- och 80-talen var det vanligt förekommande att deltagare i incitamentsprogram tilldelades konvertibla skuldebrev. Detta är numera en tämligen ovanlig företeelse i aktiemarknadsbolag, även om det fortfarande förekommer i blygsam omfattning.³

De programstrukturer som var vanligt förekommande på 70- och 80-talen samt i början av 90-talet innebar att beskattningstidpunkten för deltagaren i incitamentsprogrammet ofta inföll redan vid tilldelningen av instrumentet, med följderna att eventuell differens mellan marknadsvärdet och det av programdeltagaren erlagda priset för instrumentet blev föremål för tjänstebeskattning. Om instrumentet tilldelades vederlagsfritt eller om priset eljest understeg marknadsvärdet upplevdes beskattningstidpunkten i många fall som problematisk för deltagaren eftersom denne var tvungen att omedelbart ”ur egen ficka” finansiera skattekostnaden för deltagande i programmet.⁴ Vidare uppmuntrade sådana programstrukturer till omedelbar försäljning av viss del av de tilldelade instrumenten för att finansiera skattekostnaden. För arbetsgivarbolaget uppkom omedelbar skyldighet att erlägga sociala avgifter på förmån till programdeltagaren, dvs. i de fall det av pro-

² Den statistiska informationen i detta avsnitt baseras på uppgifter från Nordea Corporate Finance.

³ Svenska Handelsbanken AB har t.ex. i två omgångar (2008 och 2011) emitterat konvertibler till anställda inom koncernen.

⁴ Skälet härtill var att de tilldelade instrumenten enligt den skatterättsliga definitionen utgjorde värdepapper till följd av att de var överlåtbara och inte förutsatte fortsatt anställning.

gramdeltagaren erlagda priset understeg marknadsvärdet på instrumentet.

Under 90-talet sågs, efter amerikansk förebild, en stark frammarsch av program baserade på personaloptioner⁵ där optionsinnehavaren inte fick förfoga över optionerna under viss kvalifikationsperiod. Till skillnad från de optionslösningar som tidigare hade använts på den svenska aktiemarknaden, med optioner som i sig utgjorde värdepapper, innebar strukturer med personaloptioner att beskattningstidpunkten flyttades fram till den första dag programdeltagaren kunde utnyttja eller på annat sätt förfoga över optionen (den s.k. "kan-tidpunkten"). Skälet härtill var att personaloptioner är starkt kopplade till anställningsförhållandet och att de inte kan överlåtas. Effekterna av de då gällande svenska skattereglerna, dvs. att beskattning skedde innan optionsinnehavaren *de facto* förvärvade eller realiserade värdet av de underliggande aktierna, upplevdes som problematiska och efter starka påtryckningar från näringslivsföreträdare infördes nya skatteregler som innebar att beskattningstidpunkten flyttades från den s.k. "kan-tidpunkten" till den dag optionen faktiskt utnyttjades. På så vis kunde programdeltagaren finansiera sin skattekostnad för deltagande i incitamentsprogrammet med medel från försäljning av optionens underliggande tillgång, ofta bestående av aktier.

Under mitten och senare delen av 2000-talet fram till idag har det blivit allt vanligare med olika former av aktieprogram. Aktieprogrammen är mera vanligt förekommande bland de större svenska aktiemarknadsbolagen än bland de mindre där fortfarande olika typer av optionsprogram överväger. De aktieprogram som idag förekommer på den svenska aktiemarknaden innefattar ofta olika typer av prestationsvillkor som förutsättning för tilldelning av aktier samt begränsningar avseende det ekonomiska utfallet för deltagare i programmet.⁶ Inte säl-

⁵ Med begreppet "personaloption" avses i denna framställning en av arbetsgivarbolaget eller annat concernbolag tilldelad rättighet till en anställd att i framtiden, från bolaget eller den bolaget anvisar, förvärva värdepapper i bolaget till ett visst på förhand bestämt pris. Normalt sett kan utnyttjande av en personaloption ske först efter en viss inledande kvalifikationsperiod och endast under förutsättning att optionsinnehavaren då alltså är anställd i bolaget.

⁶ Skälen till övergången från options- till aktieprogram och framväxten av prestationsvillkor kan säkert debatteras, men en drivande kraft förefaller ha varit medias intresse för de under boom-åren 1997–2001 inte sällan tämligen vidlyftiga utfallen av optionsprogram. Även i bolag som underpresterade i förhållande till marknaden i övrigt kunde befattningshavare erhålla betydande belopp och media var inte sena att betona detta. Den starkt växande kritiken tog sig även uttryck på bolagsstäm-

lan och alltmer förekommande på senare år ser vi också programstrukturer med inslag av krav på egen investering i bolagets aktier som förutsättning för deltagande i programmet. Från de svenska institutionernas sida framhålls ofta att man gärna ser aktivt risktagande genom egen investering som en förutsättning för deltagande i incitamentsprogram. Rationalen bakom detta ställningstagande är ofta att deltagaren inte skall få något ”gratis” samt att det inte endast skall finnas en uppsida utan även en potentiell nedsida för deltagaren i programmet, dvs. det skall finnas ett visst mått av ekonomiskt risktagande från programdeltagarens sida.

Under 2011 fattades beslut om införande av incitamentsprogram på bolagsstämmor i cirka 55 procent av alla svenska aktiemarknadsbolag i large cap-segmentet på NASDAQ OMX Stockholm.⁷ Den vanligaste programstrukturen bland dessa bolag är idag aktieprogram där för deltagande i programmet erfordras att programdeltagaren gör en egen investering i bolagets aktier (s.k. sparaktier). Förutsatt sådan investering ges programdeltagaren möjlighet att vid en senare tidpunkt erhålla tilldelning av dels ett visst antal aktier som korresponderar med (matchar) den investering programdeltagaren har gjort (s.k. matchningsaktier), dels ett visst antal aktier eller optionsrätter beroende på uppfyllande av ett eller flera prestationskrav (s.k. prestationsaktier respektive prestationsoptioner). Cirka 55 procent av de program som beslutades vid bolagsstämmor i svenska large cap-bolag under 2011 var aktieprogram med ovan grovt beskrivna struktur. Ytterligare cirka 16 procent var aktieprogram som innefattade krav på sparaktier med möjlighet till tilldelning av matchningsaktier, men utan möjlighet till tilldelning av prestationsaktier eller prestationsoptioner.⁸ En jämförelse

6 forts.

mor, bl.a. röstade Aktiespararna vid årsstämmorna 2004 mot förslag till optionsprogram som bara riktade sig till företagsledningen. Till viss del kan sannolikt även förändringen i programstrukturer hänföras till de svenska institutionella ägarnas och Institutional Shareholder Services (se avsnitt Ägarstyrningspolicys m.m. nedan) alltmer uttalade åsikter i ämnet.

⁷ Motsvarande siffra för 2010 var cirka 50 procent.

⁸ Näst vanligast, med mellan tio och 15 procent vardera, var program som innefattar bonusutbetalningar med obligatoriskt krav på investering i aktier eller köpoptioner och optionsprogram med prestationsvillkor eller med tilldelning av prestationsaktier (men utan krav på egen investering). Köpoptions-, teckningsoptions- eller konvertibelprogram med förvärv av optioner eller konvertibler till marknadspris utan subvention från arbetsgivarbolaget och köp- och teckningsoptionsprogram med förvärv av optioner till marknadspris med subvention från arbetsgivarbolaget utgjorde tillsammans cirka tio procent av de lanserade programmen.

med tidigare år visar att aktieprogram med dessa strukturer har varit på stark framfarsch ända sedan de började dyka upp på den svenska aktiemarknaden i början av 2000-talet.⁹ Intressant är vidare att efter 2007 har inga nya optionsprogram utan prestationsvillkor beslutats på bolagsstämmor bland de svenska large cap-bolagen. Optionsprogram utan prestationsvillkor var den överlägset mest populära programstrukturen under tidigt 2000-tal och 2003 hade drygt hälften av alla då lanserade program en sådan struktur.

Översiktlig beskrivning av tillämpliga rättsregler och övriga regelverk

Allmänt

Det juridiska regelverket avseende incitamentsprogram är sedan en tid tillbaka tämligen spritt. Som kortfattat framgår nedan står relevanta regler numera att finna i en vid flora av olika källor: självreglering i form av såväl börsregler, Svensk kod för bolagsstyrning ("Bolagsstyrningskoden") som Aktiemarknadsnämndens uttalanden, civilrättsliga regler samt straff- och näringsrättsliga regler. Därtill kommer relevanta institutioners ägarstyrningspolicys på området.¹⁰

Beslut om incitamentsprogram

I principuttalandet AMN 2002:1 klargjorde Aktiemarknadsnämnden hur den ser på olika beslutsformer vid införande av incitamentsprogram. Något förenklat följer av AMN 2002:1 bl.a. följande.¹¹

- Incitamentsprogram som baseras på aktier, konvertibler eller teckningsoptioner och som emitteras eller överläts till dem som omfattas av programmet, erfordrar bolagsstämmobeslut med det särskilt kva-

⁹ Andelen aktieprogram med dessa strukturer uppgick 2003 till sammanlagt cirka fem procent. Mellan 2009 och 2011 ökade andelen från cirka 50 procent till cirka 71 procent.

¹⁰ Ytterligare regelverk och komplexitet kan tillkomma om det finns programdeltagare bosatta i olika länder, med följden att inte enbart svenska rättsregler behöver beaktas.

¹¹ Vi bortser i detta sammanhang från beslutsformer för program baserade på köpoptioner som ställs ut av någon annan än arbetsgivarbolaget, då denna struktur är tämligen ovanlig (ett exempel är dock AB Industrivärden som har ställt ut köpoptioner till anställda inom Indutrade AB enligt det incitamentsprogram som beslutades på Indutrades årsstämma 2010).

lificerade majoritetskravet om nio tiondelar av såväl avgivna röster som vid stämman företrädda aktier enligt de tidigare Leo-reglerna, numera 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551) ("ABL").

- Incitamentsprogram som baseras på syntetiska optioner,¹² personaloptioner eller liknande program som i sig inte leder till någon utspädning av aktieägarnas intresse utan endast medför en kostnad för bolaget, erfordrar som huvudregel endast styrelsebeslut. För det fall programmet är mycket stort och kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget, t.ex. genom att kostnaderna för programmet påtagligt kan komma att inverka på bolagets resultat, kan det dock vara lämpligt att programmet föreläggs bolagsstämman.¹³

Aktieprogrammen, som blivit allt vanligare bland de större svenska börsbolagen, innehåller normalt sett ett "personaloptionselement" i den meningen att den "rätt" programdeltagaren initialt tilldelas innebär en möjlighet att i framtiden utan eller mot vederlag förvärva aktier i arbetsgivarbolaget. Aktieprogrammen som sådana (dvs. oaktat eventuell hedgestruktur) medför normalt sett heller ingen utspädning av aktieägarnas intresse. Beslut om införande av ett aktieprogram kan därmed, med beaktande enbart av AMN 2002:1, fattas av styrelsen, såvida inte programmet är mycket stort och kan förväntas få väsentlig

¹² Med begreppet "syntetisk option" avses vanligtvis en av arbetsgivarbolaget eller annat koncernbolag utfärdad rättighet till en anställd att vid utnyttjandet av optionen från utfärdaren erhålla ett kontantbelopp som beräknas som skillnaden mellan marknadsvärdet av den underliggande aktien och optionens lösenpris.

¹³ En annan sak, som Aktiemarknadsnämnden också påpekar i AMN 2002:1, är att i fråga om program som baseras på såväl syntetiska optioner som personaloptioner gäller att den "hedge" som används för att infria optionerna och begränsa bolagets riskexponering kan vara av det slaget att hedgen måste beslutas av bolagsstämman, se vidare avsnitt Hedgestrukturer, beslutsordning och majoritetskrav nedan. Aktiemarknadsnämnden uttalar att detta gäller t.ex. för det fall beslutet om optionsprogrammet kombineras med en emission av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner till en tredje part som gentemot bolaget förbinder sig att utnyttja dessa för att infria personaloptionerna eller om bolaget återköper och sedermera överläter egna aktier till optionsinnehavarna. Som nämnden påpekar i uttalandet skall i det senare fallet Leo-reglerna (numera 16 kap. ABL) tillämpas. Aktiemarknadsnämnden uttalar vidare att Leo-reglerna också bör tillämpas i de förstnämnda fallen, dvs. om en emission av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner sker som ett led i ett personaloptionsprogram och i syfte att den eller de teckningsberättigade, på det emitterande bolagets uppdrag, skall teckna instrumenten och därefter leverera dem till optionsinnehavarna.

betydelse för bolaget, i vilket fall det kan vara lämpligt att programmet föreläggs bolagsstämman för beslut.

Efter Aktiemarknadsnämndes principuttalande AMN 2002:1 har Bolagsstyrningskoden tillkommit. Den nuvarande Bolagsstyrningskoden föreskriver i regel 9.7 att bolagsstämman skall besluta om samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen.¹⁴ I den utsträckning bolagsledningen deltar i ett incitamentsprogram som är aktie- eller aktiekursrelaterat skall programmet numera således föreläggas bolagsstämman för beslut. Eftersom varken Bolagsstyrningskoden eller ABL uppställer några särskilda majoritetsregler för beslut om införande av incitamentsprogram, blir huvudregeln om enkel majoritet enligt 7 kap. 40 § ABL tillämplig på bolagsstämmans beslut.

Vilka typer av incitamentsprogram är då att betrakta som aktie- eller aktiekursrelaterade i den mening som avses i regel 9.7 i Bolagsstyrningskoden, med följderna att beslut på bolagsstämma med enkel majoritet erfordras (förutsatt att bolagsledningen omfattas av programmet)? En åsikt som sannolikt förekommer bland flertalet praktiker på området är att utgångspunkten bör vara att program som har en betydande koppling till bolagets aktie eller till dess underliggande värde eller värdeutveckling uppfyller rekvisitet "aktie- eller aktiekursrelaterat".¹⁵ En sådan tolkning innebär att regeln i Bolagsstyrningskoden omfattar även program baserade på syntetiska optioner eller personaloptioner samt liknande program som inte i sig leder till någon utspädning av aktieägarnas intresse. Följden härav är att, vad avser beslutsordning för sådana program, AMN 2002:1 är överspelat för de bolag som har att följa Bolagsstyrningskoden och att bolagsstämmobeslut således krävs

¹⁴ Den nu gällande versionen av Bolagsstyrningskoden trädde i huvudsak i kraft den 1 februari 2010. Nu gällande regler om aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram trädde dock i kraft den 1 juli 2011. Den första versionen av Bolagsstyrningskoden – som trädde i kraft den 1 juli 2005, dvs. efter Aktiemarknadsnämndes principuttalande AMN 2002:1 – innehöll regler (dåvarande reglerna 2.2.7 och 4.2.3) om beslut om införande av incitamentsprogram. Reglerna föreskrev att bolagsstämman hade att besluta om samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram. Den reviderade Bolagsstyrningskoden, som samtliga svenska bolag vilkas aktier var upptagna till handel på svensk reglerad marknad hade att tillämpa från och med den 1 juli 2008, medförde i sak ingen förändring i detta avseende (dåvarande regel 9.2).

¹⁵ Jfr punkten 3.3.6 i NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter. Se vidare avsnitt Informationskrav för de incitamentsprogram som föreläggs bolagsstämma nedan.

alldeles oavsett hur stort ett sådant program är eller hur stora kostnaderna för programmet förväntas vara.¹⁶

Härefter har Aktiemarknadsnämnden avgivit uttalandet AMN 2011:3. Detta uttalande har föranlett viss osäkerhet beträffande vilka typer av incitamentsprogram som faller inom tillämpningsområdet för regel 9.7 i Bolagsstyrningskoden. Det arrangemang som var föremål för Aktiemarknadsnämndens prövning var tämligen speciellt och slutsatsen att arrangemanget – som i korthet innebar att programdeltagare fick kontant utbetalning av ytterligare fast lön villkorat av investering och varaktigt sparande i aktier i arbetsgivarbolaget – inte föll inom tillämpningsområdet för den aktuella kodregeln överraskade måhända inte. Det som däremot överraskade var de skäl som Aktiemarknadsnämnden synes ha lagt till grund för sin bedömning, nämligen ”av nyss nämnda skäl, alltså att programmet *inte medför utspädning* och att *kostnaderna för bolaget kan förutsättas bli obetydliga* (vår kurs).¹⁷ Vi ställer oss tveksamma till att tillämpningsområdet för regeln, såvitt vi förstår Aktiemarknadsnämnden, skulle vara avgränsat på så sätt att endast program som medför utspädning eller kostnader som inte är obetydliga för bolaget erfordrar stämmobehandling. En sådan tolkning skulle bl.a. innebära att regel 9.7 i Bolagsstyrningskoden inte har medfört att rättsläget förändrats vad avser beslutsordning för incitamentsprogram (som sannolikt det stora flertalet praktiker verksamma på

¹⁶ Vi bortser i detta sammanhang från möjligheten för bolag att enligt principen ”följ eller förklara” avvika från den aktuella bestämmelsen i Bolagsstyrningskoden. Se vidare avsnitt Informationskrav för de incitamentsprogram som föreläggs bolagsstämma nedan.

¹⁷ Aktiemarknadsnämnden uttalade: ”Det intresse av att skydda bolagets aktieägare som bär upp såväl bestämmelserna i 16 kap. ABL som AMN 2002:01 gäller i första hand utspädning av aktieägarnas intresse eller kostnader för bolaget. I det nu aktuella förslaget förutsätts de berörda befattningshavarna förvärva aktier över börs till gällande marknadspris. Bolagets medverkan inskränker sig till att administrativt ombesörja aktieförvärven och några nämnvärda kostnader för bolaget torde inte uppkomma. De skyddsintressen som ligger bakom 16 kap. ABL och AMN 2002:01 gör sig alltså inte gällande.

Nämnden gör vidare den bedömningen att arrangemanget inte heller faller inom tillämpningsområdet för bestämmelserna i bolagsstyrningskoden om stämmobehandling av samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen av nyss nämnda skäl, alltså att programmet inte medför utspädning och att kostnaderna för bolaget kan förutsättas bli obetydliga.

Sammanfattningsvis kräver god sed på aktiemarknaden enligt nämndens mening inte att ett erbjudande av det slag som skisseras framställningen behandlas på bolagsstämma.”

detta område tidigare ansett), utan att principerna i AMN 2002:1 om styrelsebeslut för program som inte medför någon utspädning eller betydande kostnader för bolaget alltså gäller oförändrade och att aktieägarna därmed inte skulle ges möjlighet att ta ställning till sådana program genom beslut på bolagsstämma.¹⁸ Vi tror inte att detta varit Aktiemarknadsnämndens avsikt och vi anser mot bakgrund därav att AMN 2011:3 inte bör förstås på så vis att uttalandet ger uttryck för vilka kriterier som generellt sett måste vara uppfyllda för att ett incitamentsprogram skall omfattas av regel 9.7 i Bolagsstyrningskoden. Enligt vår mening bör den aktuella kodregeln alltså förstås vara tillämplig på samtliga program som har en betydande koppling till aktien som sådan eller till dess underliggande värde eller värdeutveckling, alldeles oavsett utspädningseffekter eller kostnader för bolaget.¹⁹ För det fall bolagsledningen inte ingår i incitamentsprogrammet, eller om bolagsledningen ingår men programmet vare sig är aktie- eller aktiekursrelaterat, bör dock styrelsebeslut fortsättningsvis vara tillräckligt, förutsatt att programmet inte är alltför stort och kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget, då det kan vara lämpligt att programmet föreläggs bolagsstämman. Med tanke på den osäkerhet som upp-

¹⁸ En annan följd av en sådan tolkning av regeln skulle sannolikt vara att flertalet av de incitamentsprogram som idag förekommer på den svenska aktiemarknaden inte skulle erfordra stämmobehandling på den grunden att programmen i sig (dvs. oaktat eventuell hedgestruktur) inte föranleder utspädning och att kostnaderna för bolagen kan anses begränsade (ofta till följd av att ett begränsat antal ledande befattningshavare omfattas).

¹⁹ Tillämpningsområdet för regel 9.7 i Bolagsstyrningskoden torde därmed överensstämma med tillämpningsområdet för punkten 3.3.6 i NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter i förevarande avseende. En sådan syn skulle också vara i linje med Kollegiet för svensk bolagsstyrnings Anvisning 1-2010 till Bolagsstyrningskoden (Treårig intjänandeperiod i incitamentsprogram), genom vilken klargörs att kravet i regel 9.8 i Bolagsstyrningskoden på att intjänandeperioden alternativt tiden från avtalets ingående till dess att en aktie får förvärfvas inte skall understiga tre år gäller även syntetiska optioner och andra aktiekursrelaterade incitamentsprogram som inte innebär förvärfv av aktier. Sådana program leder inte till utspädning och det görs ingen antydning i anvisningen om att kostnaderna måste vara av viss omfattning för att programmet skall omfattas av regeln. Om dessa program enligt Kollegiets anvisning omfattas av regel 9.8, bör de enligt vår uppfattning även rimligen omfattas av beslutsföreskriften i regel 9.7. En annan ordning vore inte rimlig. Vidare bör noteras att om en annan ordning skulle gälla, kan det möjligen diskuteras om inte ställningstagande till regelns tillämpningsområde borde ske genom en anvisning av Kollegiet för svensk bolagsstyrning istället för genom ett uttalande av Aktiemarknadsnämnden, som endast bör uttala sig i tolkningsfrågor.

kommit i anledning av AMN 2011:3 beträffande beslutsordningen för vissa incitamentsprogram, kunde det möjligen vara lämpligt att Aktiemarknadsnämnden, i likhet med vad som var fallet i AMN 2010:40,²⁰ på eget initiativ och genom ett nytt uttalande i frågan utvecklade och nyanserade den mening som kommit till uttryck i AMN 2011:3.

I den mån ett incitamentsprogram blir föremål för bolagsstämmo-behandling skall givetvis ABLs regler om kallelse till bolagsstämma och övriga bestämmelser i 7 kap. ABL om bolagsstämma beaktas.²¹ I vilken omfattning ytterligare regler i ABL behöver beaktas beror i mångt och mycket på vilka instrument som bolaget avser tilldela eller emittera respektive överlåta till deltagare i programmet. I de fall instrumentet utgörs av aktier, teckningsoptioner eller konvertibler, kan ABL få varierande relevans beroende på hur leverans av instrumentet avses att ske till deltagare i programmet.

I avsnitt Hedgestrukturer, beslutsordning och majoritetskrav nedan kommer vi att närmare diskutera olika beslutsordningar för olika typer av strukturer för att säkra leverans av instrument enligt incitamentsprogram, här benämnda hedgestrukturer. I den mån en hedgestruktur förutsätter beslut av bolaget att emittera eller återköpa aktier kan dock redan här förutsäckas att bolagsstämmobeslutet för sådan hedge under alla förhållanden i vart fall kräver kvalificerad majoritet, två tredjedelar av såväl avgivna röster som vid stämman företrädda aktier. I det fall det är fråga om att rikta en emission av aktier, teckningsoptioner eller konvertibler till anställda, eller om sådana instrument på annat sätt skall överlåtas av koncernbolag till anställda, höjs kravet för giltigt stämmobeslut till det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar enligt bestämmelserna i 16 kap. ABL. I nämnda avsnitt kommer även hedgestrukturer innefattande s.k. equity/aktie swap-avtal att beröras.

Informationskrav för de incitamentsprogram som föreläggs bolagsstämma

Regelverket

När det gäller legala informationskrav kan konstateras att den som vill få en helhetsbild måste, utöver ABL, beakta ett antal olika källor härstammande från självreglering. Såväl Aktiemarknadsnämndsuttalan-

²⁰ Se avsnitt Informationskrav för de incitamentsprogram som föreläggs bolagsstämma nedan.

²¹ Inklusivt de begränsningar som kan tänkas följa av de riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare som årsstämma har att fastställa enligt 7 kap. 61 § ABL.

den som NASDAQ OMX Stockholms Regelverk för emittenter ("Emittentreglerna") och Bolagsstyrningskoden innehåller föreskrifter härvidlag. Reglerna överlappar delvis varandra. Vi skall inte uppehålla oss vid detta i någon större utsträckning, men ändå göra något punktnedslag och diskutera en principiell frågeställning.

Aktiemarknadsnämnden ägnade ett helt avsnitt i AMN 2002:1 åt att redogöra för vilken information som styrelsens förslag till bolagsstämman bör innehålla. Vi går inte in på detta närmare i detalj här utan hänvisar den intresserade till uttalandet.²²

Emittentreglerna uppställer krav på offentliggörande av viss information i samband med beslut att införa aktierelaterade incitamentsprogram.²³ Den information som enligt Emittentreglerna måste offentliggöras är av sådan art att den normalt sett också måste omfattas av bolagsstämmans beslut, vilket medför att informationen allt som oftast även måste anges i styrelseförslaget till incitamentsprogrammet ifråga.

Även Bolagsstyrningskoden uppställer vissa informationskrav. Kraven är numera relativt allmänt hållna.²⁴ Så allmänt hållna att Aktiemarknadsnämnden i uttalandena AMN 2008:48 och AMN 2010:40 berört den närmare innebörden av vad som skall avses med kravet enligt nuvarande regel 9.7, första stycket, andra meningen i Bolagsstyrningskoden att bolagsstämmans beslut skall omfatta *de väsentliga vill-*

²² Se avsnitt 5 i AMN 2002:1.

²³ Med aktierelaterade program avses i punkten 3.3.6 i Emittentreglerna alla program som grundar sig på aktiens värde, dvs. även s.k. syntetiska program där inga nya aktier emitteras utan avräkning sker kontant. Jfr Bolagsstyrningskodens motsvarande term "aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram" i regel 9.7. Någon skillnad i betydelse mellan "aktierelaterade incitamentsprogram" i Emittentreglerna och "aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram" i Bolagsstyrningskoden torde inte finnas. Se dock diskussionen avseende AMN 2011:3 i avsnitt Beslut om incitamentsprogram ovan.

²⁴ De tämligen detaljerande innehållskraven i den första versionen av Bolagsstyrningskoden, dåvarande reglerna 2.2.7 och 4.2.3, ersattes i den följande versionen, dåvarande regel 9.2, av mera generella föreskrifter om att bolagsstämmans beslut skall omfatta de väsentliga villkoren i programmet och att beslutsunderlaget skall möjliggöra för aktieägarna att i god tid före bolagsstämman på ett enkelt sätt bilda sig en uppfattning om motiven för programmet, de väsentliga villkoren i programmet samt eventuell utspädning och vad programmet sammanlagt kan beräknas kosta bolaget vid olika tänkbara utfall. Nuvarande Bolagsstyrningskod, regel 9.7, har inte förändrats i förevarande avseende. I samband med den andra revideringen av Bolagsstyrningskoden, som resulterade i nu gällande Bolagsstyrningskod, tillkom i regel 9.8 vissa ytterligare specifika föreskrifter, i stor utsträckning baserade på den rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag som EU-kommissionen utgav våren 2009 (2009/3177/EG).

koren i programmet. Den grundläggande frågan var huruvida det skulle anses vara förenligt med god sed att låta styrelsen i bolaget fastställa nivån på det finansiella mått som utgjorde förutsättning för tilldelning av aktier till programdeltagare. Avsikten var att bolaget ifråga skulle överlåta egna aktier till programdeltagarna.

Aktiemarknadsnämnden tog härvid avstamp i den grundläggande principen bakom reglerna i 16 kap. ABL – en princip som för övrigt kommer till uttryck även i AMN 2002:1 – om att emissioner och överlåtelser av egna aktier till anställda skall beslutas av bolagsstämman, att emissions- och överlåtelsevillkoren skall omfattas av bolagsstämmobeslutet och att således styrelsen inte får bemyndigas att besluta om dessa villkor.²⁵ Aktiemarknadsnämnden uttalar i AMN 2010:40 att:

”Det intresse av att skydda bolagets aktieägare som bär upp såväl 16 kap. ABL som AMN 2002:01 kräver bl.a. att bolagsstämmans beslut sätter en övre gräns för hur stort programmet kan bli, anger vilka kategorier av anställda som ska omfattas av programmet och anger de principer enligt vilka instrumenten ifråga ska kunna förvärvas. Detta hindrar enligt nämndens mening inte att bolagsstämman beslutar om ett incitamentsprogram, för ett eller flera år, med ett eller flera prestationsvillkor, vars grad av uppfyllande ska påverka tilldelningen till dem som omfattas av programmet. God sed på aktiemarknaden kräver att det av förslaget till stämmobeslut framgår vilka kriterier som ska användas för att mäta prestationerna medan det får anses godtagbart att av aktiemarknads- eller konkurrensmässiga skäl avstå från att upplysa om vilken grad av måluppfyllelse som krävs för viss tilldelning. Aktieägarna ska dock, senast när tiden för programmet gått till ända, avseende företagsledningen men i rimlig utsträckning också övriga kategorier, informeras även om vilken grad av måluppfyllelse som krävdes för viss tilldelning liksom om i vilken utsträckning prestationsvillkoren uppfylldes.

Det kan inte heller anses strida mot skyddsintresset eller från andra utgångspunkter anses strida mot god sed på aktiemarknaden att bolagsstämman ger styrelsen rätt att, om det sker betydande förändringar i bolaget eller på marknaden, besluta att tilldelningen ett visst år ska reduceras eller att ingen tilldelning alls

²⁵ Aktiemarknadsnämnden hänvisar också till ABLs förarbeten (DsFi 1986:21 s. 121, prop. 1986/87:76 s. 34 f.) av vilka framgår att styrelsen kan få i uppdrag att verkställa stämmans beslut men inte ges något eget manöverutrymme.

ska ske för samtliga eller vissa kategorier av dem som omfattas av programmet.

Vad som nu har sagts får anses vara förenligt med punkten 9.7 i Svensk kod för bolagsstyrning, som alltså i fortsättningen bör tolkas i enlighet med det synsätt som här har kommit till uttryck.”

Passusen ”medan det får anses godtagbart att av aktiemarknads- eller konkurrensmässiga skäl avstå från att upplysa om vilken grad av måluppfyllelse som krävs för viss tilldelning” är betydelsefull. Skälet härtill är dels att uppgifter om nivåerna på de finansiella måtten av aktiemarknaden kan komma att uppfattas som prognoser från styrelsens sida, dels att sådana uppgifter kan vara skadliga för bolaget utifrån ett konkurrensperspektiv. Att det ges möjlighet att överlåta till styrelsen att fastställa de detaljerade nivåerna för finansiella mått har sannolikt varit en förutsättning för att vissa bolag skall kunna implementera ändamålsenliga incitamentsprogram.

En intressant aspekt av uttalandena är vidare att Aktiemarknadsnämnden synes ge uttryck för principen att ett förfarande som inte är i linje med den aktuella kodregeln (nuvarande regel 9.7, första stycket, andra meningen i Bolagsstyrningskoden) inte heller kan anses vara förenligt med god sed på aktiemarknaden.²⁶ Med beaktande av Bolagsstyrningskodens ställning som rättskälla inställer sig frågan om vilka regler i Bolagsstyrningskoden som får anses vara normgivande i den meningen att de ger uttryck för vad som är att betrakta som god sed på aktiemarknaden. Frågan är särskilt intressant eftersom Bolagsstyrningskoden bygger på principen ”följ eller förklara” (”comply or explain”).²⁷ För det fall viss regel i Bolagsstyrningskoden konstituerar

²⁶ I AMN 2008:48 uttalas att ”[e]nligt nämndens mening är RoE-målet ett sådant väsenligt villkor som åsyftas i punkt 9.2 i bolagsstyrningskoden. Redan på den grunden är ett bemyndigande för styrelsen att ändra RoE-målet inte förenligt med god sed på aktiemarknaden”. I AMN 2010:40 anges i och för sig att ”[u]ttalandet innebär en utveckling av och en nyansering av vad nämnden tidigare uttalat i AMN 2008:48”, men såvitt vi förstår förändrar inte AMN 2010:40 den konklusion som framkommer i AMN 2008:48 att god sed åsidosätts ”redan på den grunden” att den aktuella regeln i Bolagsstyrningskoden inte efterföljs.

²⁷ Enligt regel 10.1 i Bolagsstyrningskoden skall en avvikelse redovisas i bolagsstyrningsrapporten, med angivande av vilken lösning man valt i stället och motivering till att man valt sådan lösning. Möjligheten att avvika från regler i Bolagsstyrningskoden begränsas dock i praktiken till de regler som inte motsvaras av en tvingande föreskrift i lag eller i Emittentreglerna eller av en princip om god sed på aktiemarknaden.

god sed skulle bolag i och för sig fortfarande ha möjlighet att lämna en godtagbar förklaring till en avvikelse från kodregeln ifråga och därmed undvika att handla i strid mot Bolagsstyrningskoden, men en nog så godtagbar förklaring till varför bolaget har valt en annan lösning än den som påfordras av kodregeln torde i normalfallet rimligtvis inte accepteras ur ett god sed-perspektiv.

Att de regler i Bolagsstyrningskoden som motsvaras av en tvingande lagregel konstituerar god sed är okontroversiellt. Finns det då ytterligare regler i Bolagsstyrningskoden som konstituerar god sed? Med hänsyn till vad som uttalas i AMN 2010:40 förefaller i vart fall Aktiemarknadsnämnden anse det, eftersom regel 9.7, första stycket, andra meningen i Bolagsstyrningskoden inte motsvaras av någon tvingande lagregel.

Rimligtvis kan inte alla regler i Bolagsstyrningskoden konstituera god sed, utan så torde vara fallet endast beträffande de regler som är av sådan fundamental karaktär att de utifrån ett god sed-perspektiv ”står på egna ben”, i den meningen att principen bakom regeln – alldeles oavsett förekomsten av regeln i Bolagsstyrningskoden – konstituerar god sed. Vi avser inte att inom ramen för denna framställning göra en fullständig inventering av vilka regler i Bolagsstyrningskoden som kan tänkas konstituera god sed.²⁸ Av intresse för denna framställning är dock huruvida reglerna 9.7 och 9.8 i Bolagsstyrningskoden, i dess helhet eller beståndsdelar därav, anses konstituera god sed till följd av att

²⁸ Vilka regler i Bolagsstyrningskoden som bolag kan avvika från utan att förbryta sig mot god sed torde även ha relevans i förhållande till sanktionsbestämmelserna i punkten 5 i Emittentreglerna, som föreskriver att beslut om avnotering, vite eller varning kan fattas av disciplinnämnden vid åsidosättande av lag, annan författning, informationsreglerna i Emittentreglerna eller *allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden*. Av Emittentreglerna framgår att med ”allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden” avses en faktiskt förekommande praxis för börsbolagens uppträdande på aktiemarknaden och att sådan praxis t.ex. kan komma till uttryck genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden, rekommendationer från Rådet för finansiell rapportering eller genom reglerna i Bolagsstyrningskoden. Om bolag väljer att avvika från viss regel i Bolagsstyrningskoden och det visar sig att, enligt Aktiemarknadsnämndens mening, regeln ifråga konstituerar god sed utan möjlighet till avvikelse, torde det kunna få till följd att bolaget även förbryter sig mot Emittentreglerna. Om istället den regel som bolaget väljer att avvika från skulle vara av sådan karaktär att den inte konstituerar god sed, har rimligtvis disciplinnämnden vid en prövning av huruvida åsidosättande av ”allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden” skett, att acceptera en av bolaget lämnad förklaring till varför bolaget har valt en annan lösning än den som krävs enligt Bolagsstyrningskoden.

de principer som reglerna bygger på är av sådan fundamental karaktär att de ”står på egna ben” ur ett god sed-perspektiv.

Aktiemarknadsnämnden adresserar i AMN 2010:40 regel 9.7, första stycket, andra meningen i Bolagsstyrningskoden, dvs. kravet på att bolagsstämman beslut skall omfatta de väsentliga villkoren för programmet. I uttalandet görs ingen antydning om att det, med stöd av en godtagbar förklaring, skulle finnas möjlighet att avvika från regeln utan att därigenom åsidosätta god sed. Om uttalandet skall tolkas som att ingen möjlighet till avvikelser finns är dock oklart. Det kan konstateras att kravet enligt AMN 2002:1 på att aktieägarna till ledning för sitt ställningstagande i god tid inför bolagsstämma skall ha fått ett fullständigt och adekvat beslutsunderlag sannolikt ofta innebär att de väsentligaste villkoren måste framgå av styrelseförslaget rörande incitamentsprogrammet.²⁹ Även om man skulle kunna tänka sig att aktieägarna i och för sig bara informeras om samtliga väsentliga villkor, men att bolagsstämman inte omfattar samtliga sådana villkor, torde de situationer detta i praktiken kan tillämpas på vara få.

Som har angivits i avsnitt Beslut om incitamentsprogram ovan skall enligt regel 9.7, första stycket, första meningen i Bolagsstyrningskoden incitamentsprogram föreläggas bolagsstämman för beslut för det fall bolagsledningen deltar i programmet och programmet är aktie- eller aktiekursrelaterat.³⁰ Vad avser program som baseras på syntetiska optioner eller personaloptioner samt liknande program som inte i sig leder till någon utspädning av aktieägarnas intresse, går regeln utöver vad Aktiemarknadsnämnden uttalar i AMN 2002:1. Med undantag för de program som är mycket stora och kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget, t.ex. genom att kostnaderna påtagligt kan komma att inverka på resultatet, krävs nämligen enligt AMN 2002:1 som huvudregel endast styrelsebeslut för införande av denna typ av program. Är det då möjligt att med en godtagbar förklaring avvika från regel 9.7, första stycket, första meningen i Bolagsstyrningskoden – utan att god sed därigenom träds förnär – på den grunden att Aktiemarknadsnämnden (i vart fall tidigare) har ansett att styrelsebeslut är tillräckligt eller har god sed i detta avseende fått en ny innebörd till följd av regeln i Bolagsstyrningskoden? Frågan har såvitt vi känner till inget svar, men ur principiell synvinkel förefaller det inte uteslutet att

²⁹ Vidare uppställer punkten 3.3.6 i Emittentreglerna krav på offentliggörande av bl.a. de väsentligaste villkoren för ett incitamentsprogram.

³⁰ Se dock diskussionen i avsnitt Beslut om incitamentsprogram ovan rörande viss osäkerhet avseende innebörden av AMN 2011:3.

god sed i förevarande sammanhang fortfarande konstitueras av AMN 2002:1 och att det därmed torde vara möjligt att avvika från regel 9.7, första stycket, första meningen i Bolagsstyrningskoden utan att detta innebär ett åsidosättande av god sed. I praktiken torde det dock vara svårt att prestera en godtagbar förklaring till en avvikelse från den aktuella kodregeln.

Regel 9.7, andra stycket i Bolagsstyrningskoden, som föreskriver vissa innehållskrav för aktieägarnas beslutsunderlag,³¹ motsvaras i huvudsak av avsnitt 5 i AMN 2002:1 och det förfaller på denna grund svårt att helt avvika från regeln utan åsidosättande av god sed.³²

Regel 9.8 i Bolagsstyrningskoden, som i stor utsträckning baseras på den rekommendation om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag som EU-kommissionen utgav våren 2009 (2009/3177/EG), infördes i samband med den andra revideringen av Bolagsstyrningskoden, med ikraftträdande den 1 juli 2010.³³ I samband med att förslaget till den reviderade Bolagsstyrningskoden offentliggjordes av Kollegiet för svensk bolagsstyrning gjordes följande uttalande av Kollegiets ordförande, Hans Dalborg:³⁴

”Det finns anledning att i koden sätta en standard, som tillmötesgår syftet med EU-rekommendationen men som grundas på svenska förhållanden och på vad som i dag utgör god praxis i

³¹ ”Beslutsunderlaget ska möjliggöra för aktieägarna att i god tid före bolagsstämman på ett enkelt sätt bilda sig en uppfattning om motiven för programmet, de väsentliga villkoren i programmet samt eventuell utspädning och vad programmet sammanlagt kan beräknas kosta bolaget vid olika tänkbara utfall.”

³² Se dock Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2010:40 om upplysning av graden av måluppfyllelse av vissa prestationsvillkor.

³³ ”Aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram ska utformas med syfte att uppnå ökad intressegemenskap mellan den deltagande befattningshavaren och bolagets aktieägare.

Intjänandeperioden alternativt tiden från avtalets ingående till dess att en aktie får förvärfvas ska inte understiga tre år.

Program som innebär förvärfv av aktier ska utformas så att ett eget aktieinnehav i bolaget främjas.

Styrelseledamöter, som inte samtidigt är anställda i bolaget, ska inte delta i program riktade till bolagsledningen eller andra anställda. Aktieoptioner ska inte ingå i program riktade till styrelsen.”

Genom Kollegiet för svensk bolagsstyrnings anvisning 1-2010 har klarlagts att kravet på en treårig intjänandeperiod även gäller syntetiska optioner och andra aktiekursrelaterade incitamentsprogram som inte innebär förvärfv av aktier.

³⁴ Se <http://www.bolagsstyrning.se/nyheter/2009/2009-10-27-nya-kodregler-om-ersattningar-till-ledande-befattningshavare>.

svenska börsbolag. Vi föredrar en lösning i koden med principen ”följ eller förklara” framför detaljerad lagstiftning.”

Såvitt vi förstår förefaller i vart fall Kollegiet för svensk bolagsstyrning ha varit av uppfattningen att det är möjligt att avvika från regel 9.8 i Bolagsstyrningskoden. Någon reell möjlighet till sådan avvikelse finns knappast om avvikelsen leder till att bolag åsidosätter god sed. Visserligen kan Dalborgs uttalande förstås som att regeln speglar vad som är ”god praxis”, men det får väl då förstås vara något annat än god sed. Enligt vår mening bör bolag med angivande av en godtagbar förklaring kunna avvika från regel 9.8 utan att för den skull åsidosätta god sed.

Vilka regler i Bolagsstyrningskoden, eller beståndsdelar därav, som konstituerar god sed, blir till syvende och sist Aktiemarknadsnämndens sak att i framtiden ta ställning till.

Utformning av styrelseförslag i praktiken

En uppfattning som emellanåt framförs av aktieägare i samband med stämmobehandling av incitamentsprogram är att det styrelseförslag som föreläggs stämman för beslut är alltför komplicerat och svårt att ta till sig. Om vi här förutsätter att detta är korrekt, hur kommer då det sig? Är det de rättsregler och övriga regelverk vi har att förhålla oss till som komplicerar programbeskrivningarna eller finns det andra skäl?

Måhända får bolagen och deras rådgivare ta ansvar för en del av kritiken för att beskrivningarna av programmen inte alltid är helt lätta att ta till sig, men sannolikt förhåller det sig samtidigt på det viset att programmen ofta – för att uppfylla deras syften – med nödvändighet måste innehålla en hel del detaljerade och komplicerade villkor som kan vara svåra att beskriva på ett lättillgängligt sätt. Den ibland upplevda komplexiteten emanerar emellertid sannolikt sällan i någon större utsträckning direkt från de informationskrav som gällande regelverk föreskriver, utan förmodligen oftare från de ”ekonomiska” programvillkoren, dvs. de villkor som reglerar förutsättningar för och storleken på tilldelning av aktier etc.

Oaktat de problem bolagen härvid kan stöta på är det dock alltid styrelsernas ansvar att tillse att programbeskrivningarna är utformade på ett sätt som möjliggör för aktieägarna att sätta sig in i och förstå programmets komponenter. I ljuset därav är det av stor vikt att bolagen och deras rådgivare noggrant överväger hur man framställer programmen och beskriver de olika programvillkoren inför beslut på bolagsstämma. Samtidigt skall icke förglömmas att det står varje aktie-

ägare fritt att på bolagsstämma ta tillfället i akt och ställa de frågor och begära de klarlägganden som erfordras för att kunna ta ställning till ett förslag.

Straff- och näringsrättsliga regler

Prospektfrågor

Med hänsyn till de undantag från prospektskyldighet som normalt står till buds enligt lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument ("LHF"), är det få incitamentsprogram på den svenska aktiemarknaden som ger upphov till skyldighet att upprätta och offentliggöra ett prospekt.

Huvudregeln är att prospekt skall upprättas när överlåtbara värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Utgångspunkten är att ett erbjudande riktat till anställda om att få förvärva aktier eller andra överlåtbara värdepapper är att betrakta som ett erbjudande till allmänheten. Om bolaget inte kan förlita sig på något undantag, blir det således skyldigt att upprätta och offentliggöra ett prospekt. Undantagen rörande erbjudanden till anställda eller styrelseledamöter,³⁵ erbjudanden som riktas till färre än 100 personer³⁶ samt erbjudanden som innefattar att det sammanlagda vederlag som skall erläggas motsvarar högst 1 miljon euro,³⁷ föranleder normalt sett

³⁵ Se 2 kap. 5 § p. 5 LHF. Detta undantag förutsätter att ett dokument som innehåller information om de överlåtbara värdepapperna samt om motiven och de närmare formerna för erbjudandet görs tillgängligt.

³⁶ Se 2 kap. 4 § p. 2 LHF.

³⁷ Se 2 kap. 4 § p. 5 LHF. I de fall deltagarna i incitamentsprogrammet inte har att erlagga något vederlag och tilldelning av aktier sker automatiskt i den meningen att deltagaren inte har någon valmöjlighet att acceptera leverans av aktier eller ej, blir också principerna om s.k. "free offers" relevant. European Securities and Markets Authority ("ESMA", tidigare CESR) har i Frequently Asked Questions, Prospectuses: common positions agreed by ESMA Members, 13th updated version – June 2011, 9 June 2011, ESMA/2011/85 ("ESMA FAQ") klargjort att "free offers" över huvud taget inte utgör erbjudanden till allmänheten och därmed faller utanför det s.k. Prospektivdirektivets (2003/71/EG) tillämpningsområde. Se ESMA FAQ, svar på fråga 6. Se även Finansinspektionens Vägledning, Granskning av prospekt, 2011-01-14, s. 9. Inte heller erbjudande eller utnyttjande av icke överlåtbara optioner, dvs. sådana optioner som deltagaren inte har rätt att överlåta eller förfoga över på annat sätt än genom utnyttjande för erhållande av värdepapper (vanligtvis aktier) enligt incitamentsprogrammet (s.k. personaloptioner), föranleder skyldighet att upprätta prospekt. Se ESMA FAQ, svar på fråga 5.

att prospektskyldighet kan undvikas. I de fall prospektskyldighet skulle uppkomma kan ofta ett förenklat prospekt upprättas.³⁸

Insider- och anmälningsskyldighetsfrågor

I samband med planering inför implementering av incitamentsprogram är det av stor vikt att tidigt i processen analysera frågor relaterade till insiderlagstiftningen och att eventuellt överväga alternativa programstrukturer. I vart fall bör styrelsen – som normalt lägger fram förslag om program till bolagsstämman – vara väl införstådd med vilka begränsningar som kan aktualiseras så att dessa inte kommer som en överraskning när väl bolagsstämmobeslutet är fattat.

Utöver att insiderlagstiftningen kan medföra begränsningar vid införandet och verkställigheten av ett incitamentsprogram, kan insiderrelaterade frågor uppkomma redan under förberedelse- och beslutsfasen av programmet. Normalt sett är det styrelsen för bolaget som beslutar att föreslå bolagsstämman om införande av ett incitamentsprogram. Möjligheterna för bolagsstämman att besluta om ett incitamentsprogram, och styrelsens skyldighet att dra tillbaka ett föreslaget program, kan även behöva analyseras i ljuset av Aktiemarknadsnämndens uttalanden AMN 1987:8 och AMN 1989:4 för det fall företrädare för bolaget är i besittning av kurspåverkande information.³⁹

I de fall ett incitamentsprogram erfordrar att deltagare i programmet gör en egen investering i bolagets aktier, måste förutsättningarna för programdeltagarnas investeringar övervägas med hänsyn till insiderlagstiftningens bestämmelser. Att kräva egen investering i bolagets aktier under vissa perioder eller, som vissa bolags incitamentsprogram är strukturerade, månadsvis löpande, kräver ofta en gedigen juridisk analys. För verkställande direktören och eventuell vice verkställande direktör uppställer 15 § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument ("AnmL") begränsningar i möjligheten att handla i bolagets aktier trettio dagar innan offentliggörande sker av ordinarie delårsrapport, dagen för offentliggörande

³⁸ Se ESMA FAQ, svar på fråga 71.

³⁹ För det fall information om ett övervägt program i sig bedöms vara kurspåverkande, vilket i och för sig sannolikt är tämligen ovanligt, måste analyseras under vilka förutsättningar "förankring" hos större aktieägare kan företas utan att man förbryter sig mot bestämmelsen om obehörigt röjande av insiderinformation i 7 § i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument ("MmL"). Även bestämmelserna om selektiv informationsgivning i Emittentreglerna kan härvid aktualiseras.

inkluderad. Även denna bestämmelse måste självklart vägas in i den juridiska analysen av ett tilltänkt incitamentsprogram.

Ytterligare moment som ofta måste analyseras är när programdeltagaren får tilldelning av instrument – ofta aktier – enligt programmet och programmets hedgestruktur. Program kan innefatta emissioner, återköp av egna aktier eller överlåtelse av egna aktier, eller kombinationer därav, och ettvarvt av dessa moment måste skärskådas ur ett insiderrättsligt perspektiv.⁴⁰ De ”safe harbour”-regler som följer av EU-förordningen om undantag från reglerna om marknadsmissbruk vid återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument kan härvid komma att bli tillämpliga.⁴¹

AnmLs regler rörande insynsregistrerade personers skyldighet att anmäla förvärv och överlåtelse av instrument till Finansinspektionen måste vidare beaktas. Utgångspunkten är härvid att tilldelning av personoptioner eller erhållandet av rätt till framtida tilldelning av aktier enligt aktieprogram inte föranleder anmälningsskyldighet.⁴² De aktier

⁴⁰ Många svenska aktiemarknadsbolag upplever att nuvarande svenska insiderregler på ett omotiverat sätt försvårar implementering av incitamentsprogram med strukturer som uppfattas som fullt legitima. Frågan har fått aktualitet bl.a. genom de promemorior som Svenskt Näringsliv har tillställt Finansdepartementet i juni 2006 och i juni 2009 samt den lagrådsremiss som presenterades i februari 2009 (Lagrådsremiss, Vissa frågor om incitamentsprogram och börsers regelverk, 5 februari 2009). Även om en djuplodande analys av insiderreglernas tillämpningsområde faller utanför ramen för denna framställning, tycker vi att några kortfattade kommentarer är på sin plats. Problematiska moment för bolagen är bl.a. när vad som ovan betecknats som sparaktier förvärvas av programdeltagare och när sedermera tilldelning av matchings-/prestationsaktier sker. Förutsatt att förvärv av sparaktier sker enligt ett förutbestämt schema anser vi att mycket talar för att förvärven faller utanför MmLs förbudsbestämmelse. Stöd för denna uppfattning finns dels i domen i det s.k. Spector Photo-målet, dels i förarbetsuttalanden (prop. 1995/96:215 s. 32). Vad avser momentet med tilldelning av matchnings-/prestationsaktier anser vi att även detta faller utanför MmLs förbudsbestämmelse, förutsatt att tilldelning sker vederlagsfritt. Spector Photo-domen och uttalanden i ovan nämnda lagrådsremiss anser vi undanröjt de tvivel som tidigare funnits beträffande tillämpligheten av förbudsbestämmelsen på vederlagsfria transaktioner.

⁴¹ Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument.

⁴² Detta gäller även om Finansinspektionen på sin hemsida något olyckligt angivit kriteriet för löptidens längd som alltför lång (få incitamentsprogram har en löptid på fem år eller mer), se <http://www.fi.se/Rapportera/Insynshandel/Fragor-och-svar/Optioner/>.

som erhålls vid lösen av personaloptioner eller som tilldelats på ett aktieprogramms slutdag, föranleder dock anmälningsskyldighet.

Finansinspektionens ersättningsregler för finansiella företag

Som en följd av EU-direktiv på området⁴³ har Finansinspektionen utfärdat föreskrifter vars syfte är att förbättra hanteringen av risker i finansiella företags ersättningssystem.⁴⁴ Föreskrifterna, som trädde i kraft den 1 mars 2011,⁴⁵ uppställer generella krav på företagets ersättningspolicys och rörliga ersättningar samt innehåller specifika krav avseende anpassning av ersättningssystemen till riskerna i verksamheten. Bl.a. skall utbetalning av rörlig ersättning i vissa fall skjutas upp samt, för vissa större företag, utbetalning av viss del av den rörliga ersättningen till den verkställande ledningen ske i form av aktier eller andra instrument. Aktiemarknadsbolag som omfattas av denna reglering måste vid utarbetande av struktur för incitamentsprogram analysera effekterna av regleringen på den tilltänkta programstrukturen.

Ägarstyrningspolicys m.m.

Med hänsyn till dels det generellt sett stora institutionella ägandet i svenska aktiemarknadsbolag, dels de majoritetskrav som gäller för beslut på bolagsstämma om incitamentsprogram, har det blivit allt viktigare att i samband med överväganden av programstrukturer och sondering med större aktieägare noga analysera de för bolaget relevanta institutionernas inställning till incitamentsprogram i allmänhet och hur de ser på övervägda programstrukturer i synnerhet.

Beroende på vilka institutioner som står för aktieägandet kan olika ägarstyrningspolicys behöva beaktas. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, Alecta, AMF Pension, Länsförsäkringar, Skandia och Swedbank/Robur är några tämligen vanligt förekommande institutionella ägare i svenska aktiemarknadsbolag. Därutöver kan det vara av vikt att väga in vad Sveriges Aktiesparares Riksförbund har uttryckt i sin ägarstyrningspolicy.

⁴³ Europaparlamentet och rådets direktiv 2010/76/EU om ändring av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG vad gäller kapitalkrav för handelslager, värdepapperisering och samlad tillsynsbedömning av ersättningspolitik, det s.k. CRD III.

⁴⁴ Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2011:1) om ersättningssystem i kreditinstitut, värdepappersbolag och fondbolag med tillstånd för diskretionär portföljförvaltning.

⁴⁵ Vissa särskilda övergångsbestämmelser finns dock.

Inledningsvis kan konstateras att ingen av de större svenska institutionerna idag uttalar sig principiellt mot förekomsten av incitamentsprogram. Det är snarare så att många institutioner i sina ägarpolicyer uttalar sig i positiva ordalag rörande incitamentsprogram. Dessa uttalanden är dock inte reservationslösa utan ofta föremål för vissa villkor. Vanligt förekommande villkor synes vara prestationskrav för tilldelning av aktier och krav på att programdeltagaren gör en egen investering i bolagets aktier. Inte sällan krävs båda dessa inslag för att programmet skall vara i linje med institutionens ägarpolicy.⁴⁶ Vidare förordar vissa institutioner program som inte endast riktar sig till ledningen i bolaget utan till samtliga anställda.⁴⁷

Det institutionella ägandet i svenska aktiemarknadsbolag utgörs inte bara av i Sverige baserade institutioner utan även utländska institutioner har i många bolag ett inflytande som inte kan negligeras. Många av dessa utländska institutioner, varav en stor andel är baserade i USA, förlitar sig ofta på Institutional Shareholder Services⁴⁸ ("ISS") analyser inför beslut på bolagsstämmor. Härmed har även kontakter och dialog med ISS kommit att bli en viktig faktor för många bolag i samband med förslag om incitamentsprogram.

Hedgestrukturer, beslutsordning och majoritetskrav

Allmänt

I detta avsnitt kommer vi att beröra några vanligt förekommande hedgestrukturer, vilka beslut som krävs och vilka beslutsordningar som kan övervägas i samband med implementering av incitamentsprogram. Lämpligheten av nuvarande ordning och eventuella förändringar kommer också att kortfattat kommenteras.

⁴⁶ Se Första AP-fondens Ägarpolicy 2011-02-17, s. 7. Tredje AP-fondens Ägarpolicy, beslutad av styrelsen den 12 april 2011, s. 3. Fjärde AP-fondens Ägarpolicy, 2011, s. 5. Ägarpolicy för Alecta, fastställd av Alectas styrelse den 8 december 2009, s. 2. AMF Ägarpolicy, beslutad av AMFs styrelse den 2010-12-02, s. 3. Länsförsäkringars Ägarpolicy, punkt 3.3. Skandia Livs Ägarpolicy, antagen den 19 december 2005, s. 5. Swedbank Robur Fonder ABs Ägarpolicy, antagen den 29 mars 2011, s. 8.

⁴⁷ Se t.ex. Första AP-fonden och Swedbank Rober Fonder ABs respektive ägarpolicyer.

⁴⁸ Dotterbolag till MSCI Inc.

Överväganden inför val av beslutsstruktur

Som tidigare nämnts utgörs den vanligaste programstrukturen bland svenska large cap-bolag idag av aktieprogram där för deltagande i programmet erfordras att egen investering görs i bolagets aktier med möjlighet att vid en senare tidpunkt erhålla tilldelning av dels s.k. matchningsaktier, dels s.k. prestationsaktier. Leverans av matchnings- och prestationsaktier enligt villkoren för programmet förutsätter att bolaget har tillskapat en struktur för sådan leverans, en hedgestruktur.

En inte sällan förekommande metod för börsbolag att komma i besittning av egna aktier är att bolagsstämman föreslås bemyndiga styrelsen att besluta om återköp av bolagets egna aktier i marknaden enligt bestämmelserna i 19 kap. 28 § ABL. Bolagsstämmobeslutet kräver kvalificerad majoritet, två tredjedelar av såväl avgivna röster som vid stämman företrädda aktier.⁴⁹ Den nu beskrivna hedgestrukturen medför ofta påtagliga finansiella och likviditetsmässiga effekter för det förvärvande bolaget, då förvärv sker i marknaden till gällande marknadspris.

Till följd av de negativa finansiella och likviditetsmässiga effekterna av den ovan beskrivna hedgestrukturen, förekommer en alternativ metod för att komma i besittning av egna aktier. Enligt denna metod, som används av ett flertal svenska börsbolag, riktar bolaget en emission av ett nytt aktieslag (ofta en s.k. C-aktie) till ett tredje part (med vilken bolaget har ingått avtal). Teckningskursen motsvarar ofta aktiens kvotvärde. Det nya aktieslaget är omvandlingsbart på bolagets begäran till det aktieslag som handlas på börsen. I syfte att minimera risken för att den tredje parten olovligen förfogar över de nyemitterade aktierna görs dessa inlösenbara på bolagets begäran. Emissionen kräver kvalificerad majoritet på bolagsstämma, två tredjedelar av såväl avgivna röster som vid stämman företrädda aktier.⁵⁰ För att tillförsäkra den tredje parten att denne kommer att kunna avyttra de nyemitterade aktierna till bolaget, lämnar styrelsen med stöd av bemyndigande av bolagsstämma, normalt innan den tredje parten tecknar de nya aktierna, ett förvärvs-erbjudande riktat till samtliga aktieägare av det nya aktieslaget, dvs. i praktiken enbart till den tredje parten.⁵¹ När den tredje parten tecknar aktierna vet denne således att aktierna kan överlåtas enligt erbjudan-

⁴⁹ Se 19 kap. 18 § ABL.

⁵⁰ Se 13 kap. 2 § ABL.

⁵¹ Se 19 kap. 14 § första stycket p. 3 ABL.

det. Priset för bolagets återköp av aktierna från den tredje parten uppgår ofta till kvotvärdet uppräknat med viss räntefaktor. Även lämnande av ett förvärvserbjudande förutsätter stöd av en kvalificerad majoritet vid bolagsstämma.⁵² När bolaget på detta sätt har återköpt de egna aktierna, omvandlas de till det aktieslag som handlas på börser och som avses överlätas till programdeltagarna.

Oavsett vilken av ovan nämnda metoder bolaget väljer för att komma i besittning av egna aktier krävs således ett bolagsstämmobeslut som stöds av en kvalificerad majoritet. Härfter återstår att besluta om leverans av aktier till deltagare i programmet, dvs. normalt sett anställda i bolaget eller koncernen. Enligt de tidigare Leo-reglerna, numera 16 kap. ABL, gäller det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar av såväl avgivna röster som vid stämman företrädda aktier för giltigt beslut om överlåtelse av egna aktier under sådana förhållanden.⁵³ Beslutet får inte innefatta ett bemyndigande för styrelsen att senare fatta beslutet om överlåtelse, utan ett överlåtelsebeslut måste fattas (eller godkännas) av bolagsstämman.⁵⁴ Enligt förarbetena till ABL kan dock beslutet fattas innan faktisk överlåtelse av aktier sker och överlåtelsebeslutet är inte tidsbegränsat.⁵⁵ I syfte att täcka sociala kostnader för programmet förekommer det även att bolag beslutar om överlåtelse eller bemyndigar styrelsen att besluta om överlåtelse av aktier på en reglerad marknad med beaktande av ett kvalificerat majoritetskrav.⁵⁶

Olika majoritetskrav aktualiseras således för olika beslut rörande incitamentsprogram; enkel majoritet för införande av incitamentsprogrammet som sådant, kvalificerad majoritet, två tredjedelar, för att bolaget skall kunna anskaffa egna aktier och för det fall egna aktier önskas överlätas för täckande av sociala kostnader samt det särskilt höga kvalificerade majoritetskravet, nio tiondelar, för överlåtelse av aktier till programdeltagare.

Härvid uppkommer frågan om bolagsstämman skall föreslås fatta erforderliga beslut separat, dvs. att bolagsstämman beslutar om envar beståndsdel separat utan att besluten villkoras av varandra, om besluten skall villkoras av varandra på så vis att inget beslut är giltigt om inte

⁵² Se 19 kap. 18 § ABL.

⁵³ Se 19 kap. 35 § första stycket p. 2 ABL med hänvisning till bl.a. 16 kap. 8 § ABL.

⁵⁴ Se 16 kap. 2 § ABL.

⁵⁵ Se prop. 1999/2000:34, s. 132.

⁵⁶ Se 19 kap. 33 § ABL.

bolagsstämman beslutar om samtliga erforderliga beståndsdelar, eller om förslaget till stämman skall läggas fram som ett ”paket”, dvs. stämman fattar ett beslut som omfattar samtliga beståndsdelar. Olika överväganden kan härvid behöva göras. Om bolagets styrelse vet med sig att det finns risk för att det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar inte kommer att uppnås på stämman innebär givetvis en beslutsordning med av varandra villkorade beslut eller beslut i ett ”paket” (någon egentlig skillnad finns inte mellan dessa två alternativ) att det finns risk för att samtliga beståndsdelar – dvs. besluten om införande av programmet, eventuellt återköp av egna aktier eller emission följt av ett riktat erbjudande om återköp samt överlåtelse av aktier till programdeltagarna – röstas ner på stämman. Om istället förslaget läggs fram på så sätt att stämman har att fatta separata beslut om respektive beståndsdel utan att besluten villkoras av varandra, blir det å andra sidan möjligt för bolagsstämman att fatta giltigt beslut om införande av programmet och kanske också om ett eventuellt återköp av egna aktier eller om en emission följt av ett riktat erbjudande om återköp, trots att erforderlig majoritet inte uppnås för beslutet om överlåtelse av aktier till deltagare i programmet. Man kan ju resonera som så att framtida stämmor, innan det är dags att leverera aktier till programdeltagare, kan komma att fatta det överlåtelsebeslut som kräver det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar. Den uppenbara nackdelen med en sådan ordning är att bolaget, när det är dags för leverans av aktier, kan komma att stå utan ett giltigt beslut för att kunna fullfölja leverans av aktierna, varför denna senare ordning många gånger inte är att rekommendera.

Swap-avtal

Med hänsyn till vad som anförts i föregående avsnitt och med beaktande av ABLs särskilt kvalificerade majoritetskrav om nio tiondelar för beslut på bolagsstämma om leverans av aktier till programdeltagare, uppkommer frågan om det finns andra hedgestrukturer som kan tänkas erfordra en lägre beslutsmajoritet.

En alternativ hedgestruktur som inte sällan aktualiseras på den svenska aktiemarknaden innefattar att bolaget ingår ett s.k. equity/aktie swap-avtal med en bank eller annat finansiellt institut, varigenom bolaget ges möjlighet att instruera banken/institutet att leverera aktier till deltagare i incitamentsprogrammet.

Aktiemarknadsnämnden har i AMN 2003:3 uttalat huruvida beslut om att införa incitamentsprogram baserade på en equity/aktie swap

med en bank för att säkerställa leverans av aktier till de berättigade, för att uppfylla kravet på god sed på aktiemarknaden, måste fattas av bolagsstämman och, om så skulle anses vara fallet, huruvida beslutet kan fattas med enkel majoritet. Aktiemarknadsnämnden uttalade därvid:

”Beträffande frågan om i vilka former beslut om sådana program [program baserade på syntetiska optioner och program baserade på s.k. personaloptioner] (vår red.) skall fattas konstaterar nämnden i uttalandet [AMN 2002:1] (vår red.) att det varken från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter eller från synpunkten av god sed på aktiemarknaden möter några hinder att beslut fattas av bolagets styrelse. Om så sker är styrelsen garanterad för att programmet i fråga om t.ex. kostnader och tilldelning är utformat på ett sätt som ligger i aktieägarnas intresse och svarar mot god sed på aktiemarknaden. En annan sak är att det kan vara lämpligt, t.ex. i ljuset av krav från en stor grupp aktieägare, att förelägga bolagsstämman programmet, om det är mycket stort och kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget t.ex. genom att kostnaderna för programmet påtagligt kan komma att inverka på bolagets resultat. Huruvida dessa förutsättningar är för handen eller ej och om det därmed är lämpligt att låta stämman ta ställning måste i varje enskilt fall avgöras av styrelsen. Om styrelsen skulle finna det lämpligt att stämman får ta ställning till saken, kan stämmans beslut, från synpunkten av god sed på aktiemarknaden, fattas med enkel majoritet av de avgivna rösterna.

Aktiebaserade incitamentsplaner av det slag som behandlas i den aktuella framställningen till nämnden nämns inte uttryckligen i AMN 2002:1. Med utgångspunkt i den beskrivning av incitamentsplanerna som lämnas i framställningen anser nämnden att de i nu aktuellt hänseende skall bedömas på samma sätt som incitamentsprogram baserade på t.ex. syntetiska optioner och s.k. personaloptioner.”⁵⁷

⁵⁷ I sammanhanget kan också nämnas uttalandet AMN 1999:5 (efter uttalandet AMN 2002:1 är dock 1999 års uttalande inaktuellt), vari Aktiemarknadsnämnden uttalade: ”Att genom swapavtal eliminera eller minska en sådan riskexponering [ett bolags riskexponering på grund av personaloptioner] (vår red.) måste enligt nämndens mening betraktas som en fullt legitim åtgärd. Trots den svårighet som föreligger att överblicka utvecklingen innan ett regelverk tillkommit när det gäller aktiemarknadsbolags förvärv av egna aktier anser nämnden att ett sådant förfarande som det nu aktuella inte kan möta problem från synpunkten av god sed på aktie-

Innebörden av AMN 2003:3 är således att styrelsen kan besluta om ett incitamentsprogram innefattande ingående av swap-avtal, förutsatt att programmet inte är mycket stort och kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget, t.ex. genom att kostnaderna för programmet påtagligt kan komma att inverka på bolagets resultat, då det kan vara lämpligt att programmet föreläggs bolagsstämman. När uttalandet AMN 2003:3 tillkom hade Bolagsstyrningskoden ännu inte trätt i kraft. Som angivits ovan medför Bolagsstyrningskoden att bolagsstämma har att besluta om samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen och då med enkel majoritet. Detta överensstämmer med nämndens syn i AMN 2003:3 vari anges att om ett incitamentsprogram baserat på swap-avtal föreläggs bolagsstämma, kan stämmans beslut fattas med enkel majoritet.

För att undvika diskussioner om omfattningen av ett program och huruvida det kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget eller inte, samt med beaktande av att ett swap-avtal många gånger är mera kostsamt än andra hedgestrukturer, kan det övervägas att låta bolagsstämman ta ställning även till swap-avtalet. Detta gäller särskilt då samma majoritetskrav kan tillämpas för såväl beslutet om implementering av incitamentsprogrammet som för beslutet om ingående av swap-avtalet.

Majoritetskrav – nio tiondelar huvudregeln, men enkel majoritet i praktiken?

Bolagsstyrningskoden föreskriver som ovan nämnts att bolagsstämma har att besluta om samtliga aktie- eller aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen. Förutsatt att ett incitamentsprogram är aktie- eller aktiekursrelaterat och att bolagsledningen⁵⁸ omfattas av

57 forts.

marknaden.” Fråga om aktieswap-avtal, dock under tämligen speciella omständigheter, berördes även i AMN 2005:52.

⁵⁸ För det fall ett aktiemarknadsbolag överväger att införa ett incitamentsprogram till samtliga anställda i bolaget eller koncernen, inklusive bolagsledningen, skulle då utrymme finnas för att dela upp programmet i två delar: en del riktad till bolagsledningen, som enligt Bolagsstyrningskoden förutsätter bolagsstämmobeslut, och en separat del riktad till övriga anställda, som enligt Bolagsstyrningskoden inte förutsätter bolagsstämmobeslut? Så torde nog vara fallet, även om frågan sannolikt är teoretisk eftersom den senare delen av programmet i många fall skulle vara att karaktärisera som ”mycket stort” och kunna ”förväntas få väsentlig betydelse för bolaget” så att det på den grunden enligt AMN 2002:1 skulle vara lämpligt att förelägga programmet bolagsstämman för beslut.

programmet, är således utgångspunkten om styrelsebeslut i AMN 2002:1 obsolet.⁵⁹ Stämmans beslut fattas med enkel majoritet.⁶⁰

I AMN 2002:1 betonar Aktiemarknadsnämnden att, vad gäller program som baseras på personaloptioner, det arrangemang (ovan benämnt hedge) som har vidtagits för att infria optionerna och begränsa bolagets riskexponering kan vara av det slaget att det måste beslutas av bolagsstämma. Som framgått ovan uppställer ABL krav på bolagsstäm-mobeslut med kvalificerad majoritet, två tredjedelar, för det fall hedge-strukturer förutsätter beslut av bolaget att emittera eller återköpa aktier, teckningsoptioner eller konvertibler samt att, för det fall det är fråga om att rikta en emission av aktier, teckningsoptioner eller konvertibler till anställda, eller om sådana instrument på annat sätt skall överlåtas av koncernbolag till anställda, kravet för giltigt stämmobeslut höjs till det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar enligt bestämmelserna i 16 kap. ABL. I AMN 2002:1 utvidgar Aktiemarknadsnämnden de tidigare Leo-reglernas, numera 16 kap. ABL, tillämpningsområde på så vis att god sed påbjuder att det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar skall tillämpas även på hedgestrukturer som innefattar emission av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner till en tredje part som gentemot bolaget förbundit sig att utnyttja dessa för att infria personaloptionerna. Av uttalandet följer vidare att motsvarande majoritetskrav skall tillämpas i det fall den tredje parten har förbundit sig att vidareöverlåta emitterade instrument till anställda i bolaget.

Vad gäller incitamentsprogram som innefattar ingående av swap-avtal klagade Aktiemarknadsnämnden i AMN 2003:3, i linje med vad som uttalades i AMN 2002:1 om beslut om införande av incitamentsprogram, att styrelsen kan besluta om ett sådant program, förutsatt att programmet inte är mycket stort och kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget, t.ex. genom att kostnaderna för programmet påtagligt kan komma att inverka på bolagets resultat, då det kan vara lämpligt att programmet föreläggs bolagsstämman. Om programmet på denna grund underställs bolagsstämman för beslut uttalar Aktiemarknadsnämnden i AMN 2003:3 att stämmans beslut kan fattas med enkel majoritet. Enligt vad som framgår ovan kräver numera Bolags-

⁵⁹ Vi bortser i detta sammanhang från möjligheten för bolag att enligt principen ”följ eller förklara” avvika från den aktuella bestämmelsen i Bolagsstyrningskoden. Se avsnitt Informationskrav för de incitamentsprogram som föreläggs bolagsstämma ovan.

⁶⁰ Se 7 kap. 40 § ABL.

styrningskoden att incitamentsprogram föreläggs bolagsstämman för beslut, förutsatt att programmet ifråga är aktie- eller aktiekursrelaterat och att bolagsledningen omfattas. Tillämpningen av ABLs huvudregel om att beslut kan fattas med enkel majoritet föranleder dock ingen förändring i förhållande till AMN 2003:3.

Slutsatsen av det ovan anförda är att beroende av vilken hedgestruktur aktiemarknadsbolaget avser använda sig av kommer olika beslutsmajoriteter att krävas på bolagsstämma.⁶¹ Om bolaget självt har att emittera aktier, teckningsoptioner eller konvertibler till anställda, eller om hedgestrukturen i något skede innefattar att sådana instrument skall överlåtas av koncernbolag till anställda, gäller det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar enligt bestämmelserna i 16 kap. ABL. Samma majoritetskrav gäller enligt AMN 2002:1 för hedgestrukturer som innefattar emission av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner till en tredje part som gentemot bolaget förbundit sig att vidareöverlåta instrumenten till anställda i bolaget eller att utnyttja instrumenten för att infria utställda personaloptioner. Om istället bolaget avser ingå ett swap-avtal med en bank eller annat finansiellt institut med möjlighet för bolaget att anvisa banken/institutet att leverera aktier direkt till programdeltagarna, erfordras dock endast beslut med enkel majoritet på bolagsstämma.⁶²

Till följd av denna ordning förekommer det att styrelser för aktiemarknadsbolag lägger fram alternativa hedgestrukturer för bolagsstämmans beslut.⁶³ Ofta rör det sig om en struktur som innefattar ett element av överlåtelse av egna aktier enligt bestämmelserna i 19 kap. ABL och därmed förutsätter bolagsstämmobeslut med det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar enligt bestämmelserna i 16 kap. ABL, kompletterat med en struktur som innefattar ett swap-avtal och därför endast erfordrar beslut med enkel majoritet. Skälet till att styrelser för aktiemarknadsbolag i ett inte obetydligt antal fall valt att presentera två alternativa förslag till hedgestrukturer är självklart farhågan

⁶¹ Det förutsätts här att det är fråga om ett aktie- eller aktiekursrelaterat program, att bolagsledningen omfattas av programmet och att bolaget inte avviker från Bolagsstyrningskoden.

⁶² Se avsnitt Swap-avtal ovan avseende förutsättningarna för bolagsstämmobehandling.

⁶³ I de fall programmet inte är mycket stort och inte kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget, förekommer det även att bolag upplyser aktieägarna om att styrelsen kan komma att besluta om ingående av swap-avtal för det fall inte erforderlig majoritet för överlåtelse av egna aktier erhålls på stämman. Se vidare avsnitt Swap-avtal ovan.

om att inte erhålla de nio tiondelars stöd på stämman som bestämmelserna i 16 kap. ABL kräver för giltigt beslut.

Nuvarande majoritetskrav en lämplig ordning?

Eftersom styrelser för aktiemarknadsbolag ogärna lägger fram förslag till incitamentsprogram som kan komma att röstas ner på stämman, har en konsekvens av majoritetskravet om nio tiondelar blivit att ”förankringsprocessen” inför ett bolagsstämmobeslut i många fall blir omfattande och tidskrävande. I de flesta aktiemarknadsbolag krävs sonderingar bland i vart fall större aktieägare för att styrelsen skall få en känsla för hur ett bolagsstämmobeslut kan tänkas falla ut. Ur ett *de lege ferenda*-perspektiv är det relevant att ställa frågan om det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar enligt 16 kap. ABL är lämpligt.

I förarbetena till ABL framhölls att flera remissinstanser förespråkade att det särskilt kvalificerade majoritetskravet skulle tas bort och att det i fortsättningen skulle vara tillräckligt med två tredjedelars majoritet.⁶⁴ Som skäl för en sänkning av majoritetskravet anfördes bl.a. att den svenska regleringen då skulle komma att överensstämma med regleringen i övriga nordiska länder och en stor del av Europeiska Unionens övriga medlemsstater. I en tämligen nyligen offentliggjord rapport inom Departementsserien konstateras t.ex. att i vare sig Danmark, Norge, Finland, Tyskland, Storbritannien eller USA finns regleringar som motsvarar eller ens liknar bestämmelserna i 16 kap. ABL.⁶⁵ I nämnda europeiska länder är ordningen istället den att bolagsstämman med kvalificerad majoritet kan besluta om emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Särskilda föreskrifter för det fall emissionen riktas till t.ex. anställda saknas. Den amerikanska regleringen innebär att lagstiftaren i flertalet delstater (bl.a. Delaware, där bolagsrätten är särskilt utvecklad och ett stort antal marknadsnoterade bolag har sitt säte) överlämnar till aktieägarna att i bolagsordningen reglera om aktieägarna över huvud taget skall ha företrädesrätt vid emissioner. De nuvarande reglerna i 16 kap. ABL avviker således markant från vad som gäller i en stor del av vår omvärld.

Det särskilt kvalificerade majoritetskravet i 16 kap. ABL förutsätter för giltigt beslut stöd av minst nio tiondelar av såväl *avgivna röster* som vid stämman *företrädna aktier*. Det senare ledet innebär att för det fall

⁶⁴ Se prop. 2004/05:85 s. 366 f.

⁶⁵ Se Ds 2011:21 Vissa lagändringar i fråga om riktade emissioner av aktier, s. 15. Se vidare avsnitt Förändringar i sikte? nedan.

aktieägare avstår från att rösta, så får det samma effekt i nu aktuellt hänseende som om aktieägaren röstar nej. Nu kan det ju tyckas vara mera av en teoretisk poäng, men faktum är att det förekommer i inte obetydlig omfattning att närvarande aktieägare avstår från att avge sin röst på bolagsstämmor. Detta beteendemönster känns särskilt igen hos utländska institutionella investerare och många uppfattar nog att det har blivit allt vanligare att dessa ägare avstår från att rösta i vissa frågor på bolagsstämmor.⁶⁶ Utan att aktieägare tar aktiv ställning mot ett förslag som kräver särskilt kvalificerad majoritet kan således förslaget falla till följd av ”passivitet”. Särskilt sårbara för detta beteendemönster har blivit bolag som har en stor andel utländska institutioner i ägarkretsen.

Ofta förekommande motiveringar till införande av incitamentsprogram innefattar bl.a. att sådana program underlättar bolagens möjligheter att behålla och rekrytera kompetenta medarbetare, med den generella föresatsen att uppnå högsta möjliga avkastning för aktieägarna. Om vi utgår från att förekomsten av incitamentsprogram generellt sett faktiskt underlättar för bolagen i detta avseende, förefaller det mindre önskvärt att ha en ordning som påtagligt försvårar detta och medför en konkurrensnackdel i förhållande till aktiemarknadsbolag i andra närliggande länder.⁶⁷ Om man fullföljer tanken och hårdtrar det hela något skulle det ju innebära att man har en ordning som låter en väldigt liten minoritet att rösta ner program på ett sätt som generellt gör det svårare för bolaget att behålla och rekrytera kompetenta medarbetare, med följderna att en överväldigande majoritet (utöver minoriteten självt) går miste om de värden som programmet skulle kunnat skapa.

Om man skulle välja att avskaffa det särskilt kvalificerade majoritetskravet till förmån för låt säga ett krav på två tredjedelars majoritet, vilken påverkan skulle detta i så fall kunna ha på Aktiemarknadsnämndens roll att verka för god sed?

Argumentationsvis skulle rimligen en ändrad ordning kunna resultera i att Aktiemarknadsnämnden får en något större roll vad avser bedömningen huruvida visst incitamentsprogram är förenligt med god sed. Skälet härtill skulle kunna baseras på följande resonemang. Enligt

⁶⁶ Det egentliga skälet till att man avstår från att avge sin röst motiveras sällan, men vad man kan förstå finns det härvid ansvarsdimensioner gentemot institutionernas kunder som spelar in.

⁶⁷ Huruvida förekomsten av incitamentsprogram generellt sett underlättar för bolag att behålla eller rekrytera medarbetare och, om så skulle vara fallet, det i förlängningen föranleder högre avkastning till aktieägarna, överlämnar vi till andra att bedöma.

AMN 2002:1 måste det principiellt sett anföras starka skäl för att ett bolagsstämmbeslut om incitamentsprogram som fattats med en majoritet om nio tiondelar skall kunna anses strida mot god sed. Det kan således förekomma situationer där ett beslut om incitamentsprogram strider mot god sed trots att det särskilt kvalificerade majoritetskravet tillämpats på bolagsstämmans beslut. Exempel härpå skulle kunna vara fall av ”majoritetsmissbruk” som faller inom den aktiebolagsrätliga generalklausulens tillämpningsområde.⁶⁸ Eftersom agerande i strid mot lagregler undantagslöst strider mot god sed, bör man rimligen kunna förstå AMN 2002:1 även på det viset att det kan finnas andra situationer, som dock inte är så flagranta att de kan angripas med stöd av generalklausulen eller annan lagregel, som kan strida mot god sed. I uttalandet ligger rimligen också att inte varje förfång som någon – närmast aktieägare – kan tänkas lida av ett beslut om incitamentsprogram kan angripas med stöd av god sed, utan för det fall beslut om programmet har fattats med det särskilt kvalificerade majoritetskravet, nio tiondelar, får minoriteten ”stå ut med” mer än vad den hade behövt göra om beslutet hade fattats med ett lägre majoritetskrav.

Bestämmelserna i 16 kap. ABL har inneburit att merparten av de incitamentsprogram som förekommit, och idag förekommer, på den svenska aktiemarknaden har fattats med det särskilt kvalificerade majoritetskravet, nio tiondelar.⁶⁹ Med hänsyn till vad som uttalas i AMN 2002:1 har utsikterna att med framgång angripa beslut om dessa program, med påstående om att de strider mot god sed, därför varit mycket begränsade. Bestämmelserna i 16 kap. ABL kan även ha haft en preventiv effekt i den meningen att det funnits ett begränsat utrymme för incitamentsprogram som inte tilltalar en överväldigande majoritet.

Om det särskilt höga majoritetskravet om nio tiondelar i 16 kap. ABL skulle avskaffas skulle det leda till att incitamentsprogram som möter motstånd av en större andel aktieägare än den tiondel som idag många gånger krävs för att fälla ett förslag med tillhörande hedgestruk-

⁶⁸ Se 7 kap. 47 § ABL. En situation då generalklausulen rimligen skulle kunna bli tillämplig vore om ett incitamentsprogram används i det enda syftet att en minoritet, genom en emission av aktier inom ramen för programmet, skall bli utspädd till en ägarandel som understiger t.ex. den gräns om tio procent av samtliga aktier i bolaget som krävs för att kunna utöva vissa minoritetsrättigheter, såsom rätten att kräva minoritetsutdelning enligt 18 kap. 11 § ABL.

⁶⁹ Endast program som varit ”ohedgade”, innefattat swap-avtal som hedge eller varit kontantbaserade har i praktiken ”undslupit” det särskilt kvalificerade majoritetskravet.

tur, kan komma att godkännas av bolagsstämmor, dvs. det kommer att finnas förutsättningar för fler program med tillhörande hedgestrukturer att antas under omständigheter där det råder osämja eller oenighet mellan aktieägarna. En något stridare ström av förfrågningar till Aktiemarknadsnämnden skulle kunna bli följden av detta.

För det fall program kommer att antas med en lägre beslutsmajoritet än det särskilt kvalificerade majoritetskravet enligt principerna i 16 kap. ABL torde det vidare, i ljuset av vad som uttalades i AMN 2002:1, finnas större möjligheter att angripa ett beslut med argumentet att det strider mot god sed. Såvitt man får förstå AMN 2002:1 förtjänar nämligen en minoritet överstigande en tiondel ett större skydd än vad som är fallet för en minoritet understigande en tiondel. Även på denna grund skulle en ändrad ordning avseende tillämpliga majoritetskrav kunna medföra att Aktiemarknadsnämndens roll vad avser incitamentsprogram blir större i framtiden.

Förändringar i sikte?

Mot bakgrund av att det hävdats att det under senare år, till följd av förändringar i aktiemarknadsbolagens ägarstrukturer, har blivit svårare att uppnå det särskilt kvalificerade majoritetskravet nio tiondelar för giltigt beslut på stämma, fann Justitiedepartementet i november 2007 skäl att låta de s.k. Leo-reglerna ses över. Uppdraget, som lämnades i en promemoria från Justitiedepartementet,⁷⁰ innefattade att utredaren skulle undersöka vilka skäl som talar för respektive mot en sänkning av majoritetskravet för beslut om emissioner och överlåtelser som omfattas av Leo-reglerna och överväga om det finns anledning att sänka majoritetskravet.

Utredningen lämnades till Justitiedepartementet i maj 2011 och offentliggjordes i juli 2011 i en rapport inom Departementsserien.⁷¹ Slutsatsen i rapporten inger visst hopp om en förändring. Efter att ha undersökt rättsläget i Danmark, Norge, Finland, Tyskland, Storbritannien och USA konstaterar utredaren att Leo-reglerna är unika i den meningen att de saknar motsvarighet i dessa länder. Vidare klargörs att EU-rätten inte skulle sätta några hinder i vägen för en annan ordning. De argument som utredaren anser tala för en ändrad ordning är följande.

⁷⁰ Se Promemoria 2007-11-21, Ju2007/10048/P, Uppdrag att överväga vissa frågor om aktieägares rättigheter, m.m.

⁷¹ Se Ds 2011:21 Vissa lagändringar i fråga om riktade emissioner av aktier.

Det utländska ägandet av den svenska börsaktiestocken i samband med Leo-reglernas tillkomst var långt under tio procent och situationen är idag en helt annan med en andel på 30–40 procent. Många bolag har idag mer än hälften av sina aktier i utländsk ägo, varav merparten är institutionella ägare. Det är inte det ökade utländska ägandet i sig som förändrar förutsättningarna för Leo-reglernas tillämpning, men i kombination med att sådana ägare i många fall avstår från att rösta i vissa frågor, kan det bli svårt att få biträde av minst nio tiondelar av de aktier som är företrädde vid bolagsstämman trots att det kanske inte finns något motstånd i sak mot ett förslag.⁷²

Ett annat aktieägarbeteende som också får återverkningar på kravet om biträde av minst nio tiondelar av de aktier som är företrädde vid bolagsstämman, är det att många aktieägare regelmässigt lämnar bolagsstämman efter VDs anförande, dvs. innan det har fattats några beslut i sakfrågor. Med hänsyn till att röstlängden fastställs vid stämman öppnande och normalt inte ändras om aktieägare lämnar stämman, får det till följd att det antal aktieägare som faktiskt är närvarande vid beslutsfattandet är lägre, i stora bolag väsentligt lägre, än vad röstlängden utvisar.⁷³

Mot bakgrund härav föreslås att det särskilda majoritetskravet i Leo-reglerna avskaffas och att samma majoritetskrav, dvs. två tredjedelar av såväl avgivna röster som på stämman företrädde aktier, skall gälla för emissioner till personer inom Leo-kretsen som för andra emissioner med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt. Som en konsekvens av ett ändrat majoritetskrav för emissioner föreslås på motsvarande sätt en ändring av majoritetskravet för överlåtelser till personer i Leo-kretsen.⁷⁴ De nya reglerna föreslås träda i kraft den 1 juli 2012.⁷⁵

Framåtblick⁷⁶

I detta avslutande avsnitt tänkte vi kortfattat försöka att sia något om vilka trender och tendenser rörande incitamentsprogram som vi

⁷² Se a.a., s. 26 f.

⁷³ Se a.a., s. 27.

⁷⁴ Förbudet för styrelsen att med stöd av bolagsstämmas bemyndigande besluta om emissioner och överlåtelser till personer i Leo-kretsen föreslås dock bestå. Se a.a., s. 28 f.

⁷⁵ Se a.a., s. 31.

⁷⁶ Detta avsnitt har tagits fram i samarbete med Kepler Associates. Kepler Associates är en oberoende rådgivare avseende ersättningar till ledande befattningshavare.

måhända kan förvänta oss framöver på den svenska aktiemarknaden. Analysen baseras i mångt och mycket på den förväntade utvecklingen inom Europa och då med särskilt fokus på den brittiska aktiemarknaden eftersom denna marknad många gånger har tjänat som inspirationskälla vid aktiemarknadsrättsliga frågeställningar som varit oreglerade på den svenska aktiemarknaden.

Instrument: Eftersom aktien såsom instrument innefattar samma risker och möjligheter som aktieägaren i bolaget står inför, och inte på samma sätt som en option riskar att gå ”under water” (med följderna av incitamentet, dvs. det ekonomiska värdet, försvinner),⁷⁷ tror vi att aktier även fortsättningsvis kommer att vara det vanligaste instrumentet för långsiktiga incitamentsprogram.⁷⁸

Rishtagande: Den signifikanta trend som kunnat noteras på senare tid med programstrukturer som innefattar en reell risk (nedsida) för programdeltagare, ofta genom krav på medinvestering från deltagarnas sida, tror vi har fått rejält fotfäste och har kommit för att stanna.

Tak för utfall: De aktieprogram som idag förekommer på den svenska aktiemarknaden har typiskt sett ett ”volymmässigt tak”.⁷⁹ Därtill förekommer i inte obetydlig omfattning att det finns ett ”värdemässigt tak”.⁸⁰ Dessa typer av begränsningar tror vi även fortsättningsvis kommer att förekomma i stor utsträckning på den svenska aktiemarknaden.⁸¹

⁷⁶ forts.

Kepler Associates är baserade i London, Storbritannien, och verkar, utöver på den brittiska marknaden, även på andra marknader i Europa (inklusive den svenska) samt på marknader i Asien, Mellanöstern och USA.

⁷⁷ Se dock nedan beträffande risken för urvattning av incitament även vid begagnande av aktier.

⁷⁸ Syntetiska aktier, där värdet av instrumentet i förhållande till aktiekursen är avtagande och kanske till och med planar ut vid viss nivå, skulle dock kunna visa sig vara lämpliga instrument om man önskar reducera incitamentet ovanför en viss nivå för att på så sätt bana väg för ett mera måttligt rishtagande. Med ”syntetisk aktie” avses normalt en rättighet att i framtiden erhålla ett kontant vederlag vars storlek motsvarar börsvärdet av en aktie i bolaget vid en viss tidpunkt.

⁷⁹ Ofta innefattande att respektive programdeltagare högst kan tilldelas ett visst antal aktier.

⁸⁰ Ofta innefattande att den totala värdetillväxten för respektive programdeltagare inte får överstiga viss summa eller en viss andel av den fasta lönen.

⁸¹ Begränsningen hänförlig till det totala värdet för programdeltagaren anses ofta rimlig, men medför samtidigt att incitamentet i vissa situationer kan urvattnas.

Tidshorisont: En vanlig grund för kritik mot långsiktiga incitamentsprogram – i synnerhet i tider av marknadsoro – är tillförlitligheten av de långsiktiga mål, ofta kallade prestationsvillkor, som normalt sett uppställs vid programmets början. På andra aktiemarknader har de långsiktiga programmen i viss utsträckning ersatts av ”kortsiktiga” program (i den meningen att mätperioden för vilken prestationsvillkoren uppställs förkortas) med en uppskjuten tidpunkt för tilldelning av instrument till programdeltagare (dvs. tilldelning sker inte omedelbart efter mätperiodens utgång) eller med krav på att tilldelade instrument behålls under en betydande period. Denna struktur kan även komma att vinna mark framöver på den svenska aktiemarknaden.⁸²

Prestationsvillkor: En trend som man har kunnat observera på den brittiska aktiemarknaden är att prestationsvillkor i form av exempelvis Total Shareholder Return (TSR)⁸³ och Earnings Per Share (EPS)⁸⁴ i ökad omfattning kompletteras med andra typer av indikatorer för bolagets utveckling, såsom t.ex. kostnadskontroll, effektivitetsmätt, tillväxt och kundnöjdhet.⁸⁵ En motsvarande utveckling tror vi kan bli aktuell även på den svenska aktiemarknaden.⁸⁶

Prövning av utfallet ”i efterhand”: Även om prestationsvillkoren är väl så genomtänkta kan det inte alltid garanteras att utfallet av ett program inte ter sig orimligt, kanske i ljuset av redan inträffade händelser eller med hänsyn till bedömda framtidsutsikter för bolaget. För att gardera sig mot utfall som kan uppfattas som orimliga förefaller det rimligt att tro att många incitamentsprogram även fortsättningsvis kommer att

⁸¹ forts.

För det fall incitamentsprogrammet ”slår i taket” alltför tidigt under löptiden, med resultatet att incitamentet försvinner, kan detta få oönskade effekter för bolaget.

⁸² Denna struktur kan under vissa förutsättningar leda till skatterättsliga problem, vilket kan vara en återhållande faktor. Vi går här inte närmare in i den skatterättsliga problematiken.

⁸³ På svenska totalavkastning. Totalavkastning mäts ofta i förhållande till ett antal representativa konkurrentföretag, en s.k. peer group.

⁸⁴ På svenska vinst per aktie.

⁸⁵ På den brittiska aktiemarknaden är det numera vanligt med en kombination av tre olika prestationsvillkor.

⁸⁶ Vidare är det möjligt att för programdeltagare som inte tillhör ledningen i bolaget ”traditionella” villkor som TSR och EPS helt eller delvis överges till förmån för villkor som är mera omedelbart kopplade till mål för den relevanta affärsenheten etc. (inslag av förevarande art finns i viss utsträckning redan på den svenska aktiemarknaden). Genom att tilldelning sker i aktier i aktiemarknadsbolaget behålls viss koppling till bolagets utveckling i stort.

inkludera någon form av diskretionär rätt för något bolagsorgan (ofta styrelsen) att reducera utfallet helt eller delvis, med hänsyn till t.ex. betydande förändringar i relevanta marknader eller för bolaget självt.

Seminariekommentar:

Lars Milberg

Mitt namn är Lars Milberg och jag är numera advokat med verksamhet i Ystad och Stockholm. Jag sitter i styrelsen för Sveriges Aktiesparares Riksförbund, men de synpunkter som jag här för fram är emellertid helt mina egna.

Jag har varit anställd hos Aktiespararna 1987-2005 som chef-jurist och bl a ansvarat för bolagsstämmobevakningen, vilket innebar ansvar för förbundets agerande på mellan 300-500 stämmor per år. Kontakterna med de olika parterna på området var många.

Dessutom har jag deltagit i de utredningar inom ämnesområdet som ägde rum dessa år, exempelvis Ågarutredningen, Värdepappersmarknadskommittén, Aktiebolagskommittén samt take-over-utredningen.

Ingen fråga symboliserar för mig AMN tydligare än incitamentsfrågan. För att riktigt förstå detta behöver vi göra en resa tillbaka i tiden, till mitten av 1980-talet.

En av dåtidens mest respekterade näringslivsföreträdare, P G Gyllenhammar, hade tillsammans med några kumpaner ertapats "nallande i syltburken" i bolaget LEO genom att till underpris köpa tillgångar. Vid upptäckten av detta reagerade Gyllenhammar kraftfullt genom att skänka bort vinsten samt yttra det klassiska "Aktiespararna skall inte få tafsa på min heder". Tidpunkten för tillbakaträdandet, d v s efter upptäckten, var emellertid lite väl sen för att riktigt imponera på omvärlden.

En "Leo-kommissionen" under ledning av professor Sven-Erik Johansson tillsattes och kom med ett antal förslag innebärande offentlighet genom bolagsstämmobeslut samt krav på kvalificerad majoritet om 90 procent.

Funderingar fanns kring enhällighet samt regler innehållande även materiella regler kring köp av den definierade skaran som träffades av regleringen, men dessa lades åt sidan, med en from förhoppning om självreglering.

Sverige var därmed i detta avseende ett föregångsland när det gällde transparens och att söka återföra ägarna som en kontroll- och beslutsinstans gentemot management som hade beviljat sig själva och varandra förmåner i det ägarvakuum som rådde.

I denna miljö föddes AMN. Ett försök att i skuggan av galgen undvika lagstiftning. Ett vid den tiden inte helt ovanligt tillvägagångssätt.

Vi har precis fått en föredömlig genomgång av situationen vid utgivande av olika instrument och kraven härför. Det är en fascinerande läsning och det är inte svårt att konstatera att det är en fullödig beskrivning. Svårt måste det däremot vara för de bolag som dristar sig till att föreslå sådant program. Reglerna är minst sagt spretiga. Självreglering och enkelhet går inte alltid hand i hand.

Mig veterligt finns ingen entydig forskning som styrker incitamentsprogramms positiva påverkan på vare sig företagets eller aktiekursens utveckling. Det hela är nog så enkelt som att denna influens från det stora landet i väster har omhuldats av såväl placerare därifrån som svenska företagsledningar som gynnats av dessa.

Paradoxalt nog uppskattas inte dessa utländska ägare när de kommer hit och dristar sig att bevista bolagsstämmor och rösta "fel" enligt tillskyndare av incitamentsprogram som vanligen använder dessa ägare som skäl till att införa incitamentsprogram.

Konstruktionen av de incitamentsprogram som under 25 år har presenterats, har som vi nu fått oss presenterat, växlat över tiden. Inte sällan skattestyrt. Detta såväl i utformning, storlek som tidpunkt.

Som bestickande argument har anförts den s k pilotskolan, dvs att genom delägarande skall de anställda, egentligen oberoende av position, känna större samhörighet med företaget och därmed producera mer och effektivare. Som nämnts ovan så saknas egentligen entydiga bevis för att så blir fallet. Det riktigt stora problemet vid utformandet av aktiebaserade incitamentsprogram är som jag ser det är att de som deltagit i sådana program inte alltid har fått med ägarna sammanfallande intressen. Deras instrument har varit annorlunda.

Framförallt företagsledningarnas risk-reward-profiler har sett annorlunda ut; risktagandet har belönats utan att management

tagit några egentliga risker, men velat vara med och dela på vinsterna. Det har i princip endast funnits en "uppsida".

Kraven på prestationer från dem som fått teckna sig i olika program har skärpts med tiden, inte minst beroende på att även de institutionella ägarna tvingades att bli aktiva på ägarscenen, låt vara ibland motvilligt.

Sällan har mediokra insatser belönats så väl som i många av de tidiga programmen. Möjligen förelåg även element av "skatteväxling"; istället för högre lön erhöll en del ledande befattningshavare lönen i form av kapitalbeskattade instrument. Det var därför inte riktigt att betrakta detta som något som skulle främja extraordinära insatser, utan var en naturlig del av anställningen.

Huruvida detta lett till suboptimeringar i strategiska beslut och ökad kortsiktighet, är en fråga som jag tror att man skulle kunna ägna ett eget seminarium

Finurligheten att hitta olika "fiffiga" lösningar har under åren varit stor. Konsulter har tjänstvilligt ställt sig till förfogande och specialiserade grupper har växt fram. Komplexiteten har ökat och allt färre förstår egentligen den fulla innebörden av de beslut som fattas. Man kan i dessa sammanhang naturligtvis peka Barneviks ersättning, där kvalificerade personer beslutade om ting som de därefter uppgav sig inte riktigt förstå vidden av. De ledande befattningshavarna i Skandia kan omöjligen ha hunnit med så mycket annat än att hålla reda på de olika belöningssystemen. Därmed var de kanske t.o.m kontraproduktiva.

Pilotskolan har i många fall medfört att piloterna flugit med ett helt annat plan än resten av ägarna. Concorde jämfört med Caravelle.

I somras presenterades ett, från framförallt företagsledningars och deras intresseorganisationers sida, länge emotsett förslag om uppmjukning av LEO-reglerna (numera i ABL 16 kap). I själva verket har denna grupp målmedvetet under 25 års tid sökt att eliminera LEO-reglerna. Det har från deras sida blivit en symbolfråga.

Som skäl till de nu i Ds 2011:21 framförda förslagen till uppluckring av reglerna anförs att de nuvarande reglerna komplicerar vissa typer av affärer. Låt oss inledningsvis konstatera att det är precis det som är syftet med reglerna.

Allmänhetens förtroende för aktiemarknaden har varit ett tungt vägande skäl för såväl tillkomsten, som de i stort sett ute-

blivna förändringarna av LEO-reglerna. Dessa skäl har inte minskat, snarare ökat, under de senaste åren.

Någon utredning där det klarlagts hur stor nackdel den nuvarande regleringen i realiteten har medfört har ej presenterats. Att det finns något fall när det har komplicerat tillvaron vid försäljning av litet obetydligt dotterbolag i fjärran världsdel, skall vägas mot den mycket stora betydelse regleringen har haft för att avhålla från av ägarna oönskade transaktioner.

Att undanta transaktioner under 1 % av den redovisade balansomslutningen, låter sig inte göras. Detta av två skäl;

Bankerna har ex.vis i närtid haft ett eget kapital om ca 4%. Detta skulle medföra att tillgångar motsvarande 25% av det redovisade egna kapitalet skulle hamna "under radaren". Detta kan ej betraktas som obetydligheter.

Dessutom är det ett feltänk eftersom det föreligger svårigheter att just fastställa värdet på tillgången som skall överlåtas. Det är därför man skall ha transparens i denna typ av närstående-transaktioner. Skulle förslaget genomföras skulle det medföra en omvänd bevisbördeplacering. Aktieägarna skulle ha bevisbördan för att värdet av det överlåtna har ett högre värde än vad företagsledningen och styrelsen påstår, istället för tvärtom, vilket gäller idag.

Dagens regler som medför att beslutsunderlaget skall innehålla transaktionens villkor och beslutas på stämma är bra. Det måste finnas en påtaglig risk för att en transaktion som inte en mycket stor majoritet av ägarna är komfortabel med stoppas, eftersom det måste behandlas på en stämma. Det som inte tål dagsljus stoppas effektivt av nuvarande regler.

Det finns således ej heller några bärande skäl för att ändra från dagens 9/10-delar till 2/3. Det är tvärtom bra att markera att detta är en speciell typ av transaktion där det egentligen borde krävas enhällighet, men av praktiska skäl man kan acceptera 9/10-dels majoritet.

Några internationella krav på att montera ner Leo-reglerna finns heller inte. Det finns inga hinder mot att vara bäst i klassen. Det borde i själva verket vara en konkurrensfördel, inte minst i de skakiga tider som vi nu lever i.

I promemorian anges att det förekommer kringgåenden av nuvarande reglering genom bl a inkrämsöverlåtelser. Enligt mitt

synsätt borde därför en allsidig översyn av reglerna ske och bli utvidgas till att även avse de kryphål som dagens regler medger.

Jag lyckönskar AMN och hoppas att även de kommande 25 åren skall bli framgångsrika. Tror dock att den svenska självregleringsmodellen i eget intresse självkritiskt bör ompröva vissa saker, bli sammansättningen i syfte att erhålla större legitimitet samt att se över arbetsformerna nu när arbetet även omfattar myndighetsutövning. Mina lyckönskningar är emellertid inte så innerliga att jag anser att kretsen kring AMN bör erhålla den av dem sedan länge emotsedda nedmonteringen av LEO-lagen i 25-årspresent.

