



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Catharina Belfrage

Bonus och belöning
i Skandias kölvatten
~ lagreglering kontra
självreglering

Examensarbete
20 poäng

Handledare Katarina Olsson

Förmögenhetsrätt

VT 2005

Innehåll

| | |
|---|-----------|
| FÖRKORTNINGAR | 1 |
| 1 INLEDNING | 2 |
| 1.1 Bakgrund | 2 |
| 1.2 Syfte och problemformulering | 3 |
| 1.3 Metod och material | 4 |
| 1.4 Disposition och avgränsningar | 5 |
| 1.5 Definitioner och förklaringar | 6 |
| 2 TEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER | 8 |
| 2.1 Principalagents problematiken och Kontraktsteorin | 8 |
| 2.2 Corporate Governance | 9 |
| 3 LÖN, BONUS OCH INCITAMENT | 11 |
| 3.1 Pension och Avgångsvederlag | 12 |
| 3.2 Kontant bonus | 13 |
| 3.3 Incitamentsprogram | 16 |
| 3.4 Incitament för att skapa bolagsvärde | 20 |
| 4 SKANDIA-AFFÄREN | 22 |
| 4.1 Bakgrund bonusar och optionsprogram | 22 |
| 4.1.1 Bonus | 22 |
| 4.1.2 Incitamentsprogram | 23 |
| 4.1.2.1 Skandianen och Stock-optionsprogrammet | 23 |
| 4.1.2.2 Wealthbuilder | 24 |
| 4.1.2.3 Sharetracker | 27 |
| 4.1.2.4 Lokala incitamentsprogram | 29 |
| 4.2 Rättslig bedömning utifrån gällande reglering | 30 |
| 4.3 Identifierade riskfaktorer – varför det blev skand(i)al | 34 |
| 5 VARIANTER PÅ REGLERING | 38 |
| 5.1 Sverige | 38 |
| 5.1.1 Lagreglering | 39 |

| | | |
|------------|---|-----------|
| 5.1.1.1 | Aktiebolagslagen och nya Aktiebolagslagen | 39 |
| 5.1.1.2 | Leo-lagen | 42 |
| 5.1.1.3 | Årsredovisningslagen | 43 |
| 5.1.1.4 | Lagrådsremiss om ersättning till ledande befattningshavare | 44 |
| 5.1.2 | Självreglering | 47 |
| 5.1.2.1 | Svensk kod för bolagsstyrning | 47 |
| 5.1.2.2 | Stockholmsbörsens noteringsavtal | 53 |
| 5.1.2.3 | Aktiemarknadsnämndens praxis avseende god sed på aktiemarknaden | 54 |
| 5.1.2.4 | Aktiespararnas ägarstyrningspolicy | 56 |
| 5.1.2.5 | Svenskt Näringslivs vägledning för ersättningar | 57 |
| 6 | LAGSTIFTNING KONTRA SJÄLVREGLERING | 59 |
| 6.1 | Ett allmänt perspektiv | 59 |
| 6.1.1 | Rättsekonomi | 59 |
| 6.1.2 | Effektivitet och efterlevnad | 61 |
| 6.1.3 | Rättssäkerhet och partsintressen | 63 |
| 6.1.4 | Stabilitet och enhetlighet mot flexibilitet | 64 |
| 6.1.5 | Överreglering | 65 |
| 6.1.6 | När är självreglering i allmänhet lämplig? | 66 |
| 6.2 | Hade åtgärderna förebyggt Skandia? | 68 |
| 6.3 | Utvärdering av de svenska förslagen | 71 |
| 6.3.1 | Svensk kod för bolagsstyrning | 72 |
| 6.3.2 | Lagrådsremiss om ersättning till ledande befattningshavare | 75 |
| 6.3.3 | Synpunkter på gemensamma materiella bestämmelser | 77 |
| 6.4 | Slutsats | 78 |
| | LITTERATURFÖRTECKNING | 83 |

Förkortningar

| | |
|-------|--|
| ABL | Aktiebolagslagen (1975:1385) om inget annat anges. |
| AmN | Aktiemarknadsnämnden |
| BrB | Brottsbalk (1962:700) |
| DI | Dagens Industri |
| DN | Dagens Nyheter |
| FAR | Föreningen Auktoriserade Revisorer |
| FI | Finansinspektionen |
| GP | Göteborgs-Posten |
| IAS | International accounting standards |
| LAS | Lag (1982:80) om anställningsskydd |
| NBK | Näringslivets Börskommitté |
| NJA | Nytt juridiskt arkiv |
| Prop. | proposition |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| SOU | Statens offentliga utredningar |
| SvD | Svenska Dagbladet |
| SvJT | Svensk Juristtidning |
| VD | Verkställande direktör |
| ÅRL | Årsredovisningslag (1995:1554) |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Under de senaste tio åren har allmänhetens förtroende för de svenska börsföretagen sjunkit kraftigt till följd av såväl svenska som internationella företagsskandaler. Avsaknaden av förtroende medför sämre kapitaltillförsel och ökade transaktionskostnader.¹ Det bristande förtroendet bör ses som en angelägen samhällsfråga eftersom tilltro till näringslivet är en grundläggande förutsättning för kapitaltillgången och därmed tillväxten och välståndet. De moraliskt beklämande upptäckterna i bl.a. Enron, WorldCom och Parmalat har internationellt sett lett till strängare, mer omfattande lagstiftning alternativt till utvecklande av uppförandekoder för god corporate governance och andra former av reglering. En kod för corporate governance (bolagsstyrning på svenska) är i allmänhet en frivillig kodifiering av principer för god sed som ger bolagens ägare och ledningar ett rättesnöre.² I USA har avslöjandena i Enron och WorldCom lett till hårt åtstramad lagstiftning i och med Sarbanes-Oxley Act och även utvecklandet av självreglerade standarder som t.ex. de s.k. Spitzerreglerna. I de europeiska länderna har ”soft law” varianter i form av bolagsstyrningskoder varit den vanligaste åtgärden för att komma till rätta med det sviktande förtroendet för storföretagen.

Även om Sverige internationellt sett ligger bättre till i fråga om förtroende, är svenskt näringsliv på intet sett förskonat från problemet.³ Debatten har främst kretsat kring generösa bonusar och fallskärmar till bolagens ledningspersoner och kulminerade i och med Percy Barneviks 900 miljoners pension från ABB och upptäckterna av dubiösa optionsprogram i försäkringsaktiebolaget Skandia under 1997-2002. Näringslivet har dock alltid varit skådeplats för företagsskandaler och svenska exempel såsom Fermenta, Leo, Trustor och Prosolvia illustrerar att enskilda aktörer med bristande etik inte är ett nytt fenomen.⁴ Förtroendekrisen har i Sverige inte ansetts vara generell men isolerade förtroendeskadliga företeelser i större börsnoterade bolag har väckt en befogad oro för spill over effekter till andra storföretag.⁵ En av de främsta faktorerna som bedöms ha skadat förtroendet för näringslivet är enligt Förtroendekommissionens betänkande höga ersättningsnivåer och olämpliga ersättningssystem. Ersättningarna till företagets ledande befattningshavare sköt i höjden under slutet av 1990-talet, särskilt i förhållande till industriarbetarlönerna och med tanke på börsens negativa utveckling. Andra förtroendeskadliga element anges ha

¹ Förtroendekommission beräknar ökade transaktionskostnader till följd av förtroendeproblemet kunna uppgå till tiotals procent av BNP (SOU 2004:47, s 14).

² Reinius, s. 146 f.

³ SOU 2004:47, s. 15.

⁴ För en kort redogörelse av dessa fall i det aktuella sammanhanget hänvisas till SOU 2004:47, s. 111 och 117.

⁵ SOU 2004:47, s. 16.

varit styrelsernas snäva rekryteringsbas, felaktig eller missvisande ekonomisk information, ekonomisk brottslighet såsom bokföringsbrott, bristande etik, avslöjande av karteller, oklara roller och ansvarsgränser med dåligt hanterade intressekonflikter som följd.⁶ I Skandias kölvatten har således även Sverige vidtagit åtgärder för att återupprätta tilliten för storföretagen. Detta har skett främst genom det statliga tillsättandet av en Förtroendekommission som i sin tur har tillsatt Kodgruppen med representanter från näringslivet som har tagit fram Svensk kod för bolagsstyrning⁷ (hädanefter omnämnd koden eller bolagsstyrningskoden). Koden är det mest allmängiltiga bidraget till den samling självreglering som marknaden har producerat på området. Sedan koden presenterades har även lagförslag lagts fram för att ytterligare reglera frågor kring ersättning till ledande befattningshavare.⁸

1.2 Syfte och problemformulering

Syftet med denna uppsats är att presentera problemen kopplade till kompensation och belöning till ledande befattningshavare i stora börsnoterade företag. Fokus för uppsatsen är vältilltagna ersättningar i strid med ägarnas intressen och hur incitament förhåller sig till bolagsstyrning. För att stävja de problem som bonusar och incitamentsprogram kan aktualisera finns det två alternativ för att reglera området. Antingen tacklas dessa frågor genom allmängiltig lagstiftning, t.ex. genom tillägg till aktiebolagslagen (ABL) eller också låter man näringslivet själv uppställa normer genom s.k. självreglering. Självreglering såsom rekommendationer och riktlinjer från branschorganisationer eller andra privata organ brukar ofta bli en kompletterande reglering eller också en preliminär reglering på vilken lagstiftning sedan grundas. Inte sällan kan dock självreglering fungera självständigt för att påbjuda eller förbjuda vissa beteenden, särskilt inom värdepappersrätten och just bolagsrätten. **Frågeställning för föreliggande uppsats är om man bäst kommer till rätta med alltför vidlyftiga belöningsprogram och ersättningsarnas bieffekter; genom lagreglering å ena sidan eller genom marknadens självreglering å andra sidan.** Då konklusionen blir att utvecklingen bör tacklas effektivast medelst en kombination av lag- och självreglering uppkommer följdfrågan hur balansen mellan lag- och självreglering bör viktas.

För att belysa potentiella riskfaktorer i juridisk mening mellan ägare och ledning och relevanta brister i regleringens form och/eller innehåll skall en redogörelse för relevanta delar av Skandia-affären ges. Användandet av en fallstudie görs i förhoppningen att detta skall skapa en kontaktyta mellan teori och praktik samt att denna konkreta förankring skall skänka uppsatsen större läsvärde och ge krut till analysen. Valet föll ganska naturligt på Skandia eftersom skandalen har varit ett självklart referensobjekt i debatten

⁶ SOU 2004:47, s. 15 ff, 109 ff, 128.

⁷ Svensk kod för bolagsstyrning (SOU 2004:46).

⁸ Lagrådsremiss om ersättning till ledande befattningshavare.

om ägarstyrning och särskilt med avseende på incitamentsprogram. Förhoppningen är att kunna konkludera om skandalen effektivt hade undvikits om den sedan dess tillkomna bolagsstyrningskoden eller den nya föreslagna lagstiftningen på området hade tillämpats vid tillfället. Syftet har inte varit att uttrycka några personliga ställningstaganden eller sympatier i denna något infekterade rättspolitiska fråga utan endast att dra slutsatser utifrån de i uppsatsen presenterade perspektiven. Naturligtvis kommer slutsatserna ändå till viss del att färgas av egna slutledningar i och med urval och viktning av argument.

Det kan konstateras att före tillkomsten av bolagsstyrningskoden var den befintliga regleringen, i ljuset av t.ex. Skandia-affären, av någon anledning ineffektiv. Uppsatsens problemställning förutsätter att frågan om huruvida reglering överhuvudtaget behövs besvaras jakande. Det finns visserligen de som förespråkar en helt avreglerad marknad där endast marknadskrafterna skall råda. Detta är emellertid en något radikal ståndpunkt. Ett samlat facit av företagsskandaler har demonstrerat ett tydligt behov av någon form av reglering, frågan är dock *vilken* form som bör härska.

1.3 Metod och material

Uppsatsen innehåller en deskriptiv del och en normativ del. Till probleminventeringen och den deskriptiva delen tillämpas en rättsdogmatisk metod för att identifiera och beskriva gällande rätt. Den normativa delen, som avser att formulera de lege ferenda argument med motivering, är utförd utan användande av en regelrätt metod utan argumenteringen bygger på slutsatser dragna ur en fallstudie och en sammanställning av rättsekonomiska argument och andra hänsynstaganden såsom effektivitet, rättssäkerhet, stabilitet och risken för regelstelhet. Låt vara att fallstudien är genomförd med rättsdogmatisk metod.

Eftersom corporate governance och företagens ersättningssystem till ledningen inte är ett renodlat juridiskt område skall uppsatsen ge en kort bakgrund till bonussystemen även utifrån deras funktion som ett styrmedel i företag. En förståelse för belöningarnas syfte och uppbyggnad kommer förhoppningsvis att ge ytterligare ett perspektiv på hur regleringsfrågan skall besvaras. Uppsatsen gör dock på intet sätt anspråk på att vara tvärvetenskaplig utan vill med detta endast tillföra ytterligare en dimension. Framställningen syftar till att ge en nyanserad presentation av några skilda aspekter inför besvarandet av frågeställningen. De aspekter som uppsatsen tar hänsyn till är dels aktieägarnas intresse av att skapa incitament för tillväxt, dels deras motstående intresse av att ledningen inte berikar sig på bolagets bekostnad. Även ett rättsekonomiskt perspektiv appliceras på regleringsfrågan och uppsatsen tar också hänsyn till samhällsaspekten av att regleringen är effektiv så att marknaden åtnjuter förtroende. Detta breddande av perspektivet har skett på bekostnad av en smalare men djupare vinkel. Valda lösning motiveras av att det aktuella problemet kan besvaras

på åtskilliga sätt beroende på vilka infall som väljs. Förhoppningen har varit att ge ett mer allmäntäckande resonemang som ger utrymme för flera, om än översiktligare beskrivna, aspekter av ersättningsfrågan och dess reglering. Urvalet har färgats av en egen bedömning av vad som är av störst vikt för frågeställningen.

På samma sätt som uppsatsens infallsvinklar varierar, varierar också det använda materialet som omfattar såväl sedvanliga rättskällor, lag och förarbeten, som artiklar. Uppsatsens olika kapitel har krävt olika angreppssätt och därmed olika typer av material. Det deskriptiva kapitlet om gällande rätt beskriver lag, förarbeten och utgivna privata regelverk, varvid offentligt tryck respektive publicerade privata regelverk använts som källor. Redogörelsen om Skandia-affären lutar sig på den granskningsrapport som advokat Otto Rydbeck och revisor Göran Tidström har gjort på uppdrag av Skandias styrelse. I de analyserande delarna har till diskussionen även artiklar från dags- och veckopress använts som underlag. Dessa reaktioner är betydelsefulla p.g.a. sin påverkan på utvecklingen av självregleringen men ger samtidigt större anledning till källkritik eftersom de inte sällan argumenterar utifrån olika särintressen. Av den anledningen är dessa artiklar inte källor till några faktauppgifter i uppsatsens deskriptiva delar och i diskussionen redovisas argument från så många artiklar som möjligt. I övrigt har även juridisk och ekonomisk litteratur använts. Det finns en riklig mångfald av litteratur som behandlar ämnena för denna uppsats teoretiska delar.

1.4 Disposition och avgränsningar

Föreliggande uppsats inleds med att kortfattat beskriva associationsrättsliga teorier och bolagsformens inneboende problem i kapitel 2. Därefter förklaras ersättningsformerna i kapitel 3; varför bolagen använder bonus- och incitamentsprogram och hur de fungerar för att skapa incitament. Denna bakgrund är behjälplig för att tillgodogöra sig den efterföljande beskrivningen av Skandia-fallet i kapitel 4. I kapitlet analyseras även hur väl de vid tillfället gällande regelverken fungerade. Kapitlet avslutas med en inventering av de faktorer som hade betydelse eller rentutav orsakade händelserna. Sedan följer i kapitel 5 en redogörelse för relevant lag- och självreglering. Detta följs av ett sammanfogande av tidigare kapitel, diskussion och besvarande av frågeställningen i kapitel 6.

Uppsatsen har disponerats så att analysdelarna är förlagda i kapitlet 6 bortsett från vissa slutsatser från fallstudien av Skandia-affären som följer beskrivningen av fallet i kapitel 4. Framställningen gör nedslag i flera skilda ämnen, med skilda grepp och dispositionen har avsiktligt strävat efter att knyta ihop de olika infallen först i analysen.

Denna något ”spretiga” metod som valts har gjort avgränsningar vanskliga att göra. Uppsatsen gör inte anspråk på att vara uttömmande. Vissa områden

har medvetet lämnats utanför framställningen för att slå vakt om överskådligheten. Andra delar har blivit mer översiktligt behandlade såsom de ekonomiska och rättsekonomiska teorierna. Dessa har medvetet behandlats mer elementärt med hänvisning till att dessa ämnen inkluderats främst för att ge uppsatsen ett sammanhang och ett bredare perspektiv. Uppsatsen har avgränsats geografiskt till att omfatta endast *svenska förhållanden*, därmed inte sagt att den måste avse svenska företag. De aktuella problemen rörande orimliga eller illa utformade ersättningssystem aktualiseras framförallt i bolag med spritt ägande men de potentiella farorna är närvarande även i bolag med andra ägarstrukturer. Vad avser denna uppsats är redogörelsen avgränsad till att åsyfta alla *marknadsnoterade bolag*. *Komparativa inslag* har inte inkluderats i uppsatsen även om de säkerligen hade tillfört ytterligare kunskap om tänkbara regleringsalternativ. Områdena *redovisning, extern informationsspridning och revision* har trots att de är mycket viktiga delar i regleringen av bolagsstyrning inte fått mer än begränsat utrymme i redogörelsen. Information och kontroll är i allra högsta grad relevant för frågor om ersättning eftersom transparens och öppenhet är essentiella verktyg för att förhindra olämpliga ersättningsmodeller. Stipulerandet av goda redovisningsprinciper är av största vikt också för att förebygga s.k. kreativ redovisning med vilken en ledande befattningshavare kan manipulera variabler som påverkar den egna bonusen. Företeelserna i både Enron-skandalen och Skandia möjliggjordes av oegentlig eller olämplig redovisning. Icke desto mindre kan föreliggande uppsats inte behandla redovisning, informationskrav och revision mer än endast översiktligt på grund av områdets väldigt omfattande och detaljrika reglering. Syftet med många redovisningsföreskrifter beträffande framförallt incitamentsprogram är inte endast att förhindra för stora ersättningar, utan föreskrifterna formuleras framförallt för att marknaden skall ges fullständig information till grund för bolagsvärdering. Detta syfte sammanfaller inte med syftet för denna uppsats vilket också är skäl att lämna dessa detaljregler utanför redogörelsen.

1.5 Definitioner och förklaringar

Med *reglering* avses i denna framställning all slags statlig och icke statlig normgivning i den vidare bemärkelsen; såväl lagar, förordningar och myndighetsföreskrifter som branschorganisationers självreglering och rekommendationer, företagspolicys och codes of conduct. Den normbildning på marknaden som inte är uttrycklig eller kodifierad utan snarare gestaltas av sedvänja, etik, god sed, traditionellt beteende, marknadskrafter etc. avses för denna uppsats inte omfattas av konceptet reglering. *Lagstiftning och lagreglering* avser bara regler som tillkommit genom riksdagens mandat. Med *självreglering* avses icke bindande regler som tillkommit på annat sätt än genom lagstiftning, låt vara att självreglering ibland tas fram i samverkan med den offentliga

rättsbildningen.⁹ Det kan röra sig om kodifierad praxis, riktlinjer för vad som anses vara god sed, marknadsstandarder, bolagsstyrningskoder¹⁰ eller t.o.m. bolagsinterna policys. Inom näringslivet är reglerna ofta resultat av initiativ från intresse- eller branschorganisationer. Självreglering tillkommer i allmänhet i självvranssakan, för att säkra en viss standard inom näringslivet och för att upprätthålla allmänhetens förtroende. Det är lämpligt som komplement eller utfyllnad av lagregler eller som konkretisering därav men förekommer i vissa fall även självständigt. Legitimiteten grundas vanligen i att självregleringen är en kodifiering av marknadspraxisen och att den gagnar aktörernas gemensamma intressen och är välavvägd.¹¹ Efterlevnaden regleras ibland avtalsrättsligt eller fungerar så att den aktör som nonchalerar etablerade rekommendationer riskerar bli bedömd som olämplig, en badwill få företag har råd att drabbas av. Eftersom självreglering är svårdefinierat och området disparat får istället uppsatsinnehållet vidare visa vad som lagts in i begreppet.

Det råder lite begreppsförvirring kring termerna lön, bonus, tantiem, belöningsystem, incitamentsprogram och ersättning. För denna uppsats har en vanlig uppdelning valts och dessa företeelser kommer att redogöras för utförligt nedan i kapitel 3. Kortfattat kan dock redan här klargöras att *lön* i denna uppsats bara avser den fasta grundlönen och *bonus* eller *tantiem* endast avser den rörliga, resultatkopplade delen av lönen. *Incitamentsprogram* är en mer komplex, inte sällan aktierelaterad ersättningsform som syftar till att belöna långsiktigt arbete i aktieägarnas intressen. Det är dock inte felaktigt eller ovanligt att använda incitamentsprogram som samlingsterm för alla former av rörlig ersättning, dvs. även bonus. Om inget annat anges används *ersättning* som ett samlingsbegrepp för allt uppbygget vederlag inklusive lön, bonus, tantiem, pension, avgångsvederlag, incitamentsprogram och övriga kontanta förmåner. *Belöningsystem* avser vanligen såväl bonussystem som incitamentsprogram, så även i denna uppsats.

Uppsatsen avhandlar främst ersättning från bolaget till dess ledning. I de fall ett påstående endast applicerar på anställda utan ledarfunktioner kommer detta att poängteras. Den för uppsatsen aktuella mottagarkretsen kommer således, om inget annat anges, anses vara de *ledande befattningshavarna*, vilka kan delas upp i *ledningen* och *styrelsen*. Definitionen av vilka som skall anses ingå i ledningen lånas från lagrådsremissen om ersättning till ledande befattningshavare där ledningen anges vara personer med befogenhet och ansvar för ledning planering och styrning.¹² Med *bolagsfunktionärer* avses personer i ledningen samt styrelseledamöter.

⁹ Ett exempel på självreglering med statligt initiativ är just bolagsstyrningskoden.

¹⁰ Märk väl att en bolagsstyrningskod inte måste vara ett uttryck för självreglering utan lika gärna kan vara ett uttryck för offentlig normgivning.

¹¹ Kågerman s. 93 ff.

¹² Lagrådsremissen, s. 47 ff.

2 Teoretiska utgångspunkter

2.1 Principalagents problematiken och Kontraktsteorin

Så tidigt som 1776 noterades hos ett industriföretag med spritt ägande en imperfektion som kom att benämnas *principal-agentsproblemet*. Det uppmärksammades att separationen av ägande och kontroll föranledde att ledningen inte kunde förväntas förvalta bolaget och dess kapital med samma omsorg som ägarna själva hade gjort. Problemet kvarstår än idag och är avigsidan av aktieägarens diversifiering av sin aktieportfölj i syfte att sprida riskerna. Ägarna kan i och med detta inte själva ta en aktiv roll i bolagsstyrningen för alla sina investeringar utan måste anlita en agent för att driva företaget. Agentens intressen sammanfaller normalt inte med ägarens. Till exempel uppbär agenten hela sin lön från företaget, medan för aktieägaren utgör företaget endast en del av den riskfördelade portföljen. Detta innebär teoretiskt att agenten i sitt intresse av anställningstrygghet inte vill ta samma risker i verksamheten som aktieägarna. Sunt risktagande är en förutsättning för vinstmaximering. I ett modernt börsbolag kan också motsatsen bevitnas då en företagsledare vill förverkliga sin egen person och förbättra sitt anseende och sin pondus genom att driva företaget aggressivt utan avseende på bolagets fortsatta framgång efter den egna anställningens slut.¹³ Intressekonflikten yttrar sig särskilt tydligt i en situation där bolaget blir föremål för ett uppköpserbjudande. Uppköpet är inte sällan mycket fördelaktigt för aktieägarna medan det oftast resulterar i successiv uppsägning av den sittande ledningen.¹⁴ Vidare finns en informationsasymmetri mellan principalerna och agenten eftersom för den sistnämnda är verksamheten en heltidssyssla medan för ägarna är bolaget en del i sparandet. Agentens överlägsna information om marknaden och företaget kan utnyttjas i eget intresse och försvårar för ägarna att bedöma riktigheten i agentens förvaltning och beslut. Sammantaget blir företagets resultat således sämre än om det drivits för att optimera ägarnas vinst. Denna mellanskillnad kallas *residualförlust* och försöks hållas nere med hjälp av övervakningsmekanismer såsom årsredovisningar och prestationsbaserade, incitamentsskapande belöningsprogram. Hundraprocentig målkongruens kan dock aldrig uppnås och den kvarvarande residualförlusten summerad med kostnaderna för övervakning och incitament utgör *agentkostnaden*.¹⁵ Det är bolagsrättens uppgift att minska kostnaderna för att driva affärsverksamhet i ett företag, särskilt agentkostnader.

Incitamentsprogram som resulterar i aktier till ledningen minskar gapet mellan ledningens och ägarnas intressen genom att ledningen också blir

¹³ Smitt m.fl. 227 f.

¹⁴ Hörnberg-Rapp, s. 55.

¹⁵ Smitt m.fl. 227 f.

ägare. Denna modell kallas pilotskolan och anses tjäna väl till att sänka agentskostnaderna.¹⁶ I denna uppsats skall olika incitaments- och belöningssystem behandlas och mot bakgrund av ovanbeskrivna intressekonflikt är det essentiellt att dessa utformas till att verkligen skapa incitament, och därtill rätt incitament. Är kopplingen mellan prestation och belöning svag försämras sammanlänkningen av ledningens intressen med ägarnas. Exempel på detta är när ersättning utfaller baserat på kurshöjningar till följd av högkonjunktur utan koppling till prestation eller att bonusmål är utformade så att bonus utfaller i princip automatiskt. Detsamma gäller om kostnaderna för incitamentsprogram och bonusar blir så stora att de överstiger de potentiella residualförlusterna. Även om incitamentsprogram ofta tjänar sitt syfte beskrivs nedan (se kapitel 3) hur såväl bonus- som incitamentsprogram kan misslyckas med att skapa de rätta incitamenten och istället belöna beteende i strid med ägarnas intressen.

Enligt *kontraktsteorin* är ett företag i grund och botten ett långvarigt kontraktsförhållande som är så omfattande till sin karaktär att parternas förpliktelser inte kan avtalas uttömmande. Detta innebär en betydande risk som måste bäras av aktieägarna. För att begränsa denna risk appliceras en lojalitetsplikt på ägarnas agenter innebärande att dessa är skyldiga att handla lojalt med ägarna och inte i strid med deras vilja. För att en lojalitetsplikt skall få önskad effekt förutsätts ett grundläggande associationsrättsligt ramverk som skissar upp ansvarsfördelning och befogenheter inom bolaget.¹⁷ Lagstiftningens regelverk blir därmed ett standardkontrakt med syfte att minimera intressenternas olika kostnader. Lagstiftningen skall då innehålla vissa begränsningar för att spara parterna de kostnader som hade åtgått för att dessa individuellt skulle förhandla begränsningarna och sedan bevaka efterlevnaden.¹⁸ De individuella regler som med fördel bör stipuleras kollektivt istället för att behöva förhandlas fram i varje enskilt fall är regler som kan vara behövliga i varje kontrakt (läs: bolag) exempelvis kompetensfördelningsregler, jävsregler mm.¹⁹

2.2 Corporate Governance

Bolagsstyrning, eller Corporate Governance som det ofta kallas även i den svenska debatten, är en av grundbultarna i associationsrätten då det framförallt avser att trygga aktieägarnas investeringar genom inflytande och kontrollmekanismer samt skissa upp bolagsorganens ansvar och mandat samt aktieägarna tillkommande rättigheter. Den första moderna begreppsbestämningen kom i och med den engelska Cadbury rapporten 1992 där corporate governance definieras som det system genom vilket ett

¹⁶ Hörnberg-Rapp, s. 56.

¹⁷ Bergström-Samuelsson I, s. 101 f.

¹⁸ Hägg m.fl., s. 116 f och Bergström-Samuelsson II, s. 22.

¹⁹ Macey s. 28 och 47.

företag är styrt och kontrollerat. Den snävare tolkningen avser samspelet mellan de fyra bolagsorganen bolagsstämman-styrelsen-VD-revisorerna medan en vidare tolkning även beskriver företagets roll i samhället.²⁰ Begreppet bör inte sammanblandas med företagsstyrning dvs. företagsledningens styrfunktioner (management).²¹ Vår svenska ABL ger uttryck för de grundläggande ramarna för hur ett aktiebolag ska styras och de olika bolagsorganens respektive behörigheter.

Förutsättningarna för bolagsstyrningen har förändrats i takt med den växande representationen av institutionella placerare, den ansiktslösa ägargrupp som utgörs av våra pensions-, försäkrings- och sparfonder. Dessa aktörer står numera för 85 % av ägandet på Stockholmsbörsen.²² Fondbolagen verkar främst för att maximera avkastningen på investeringarna och har traditionellt sett inte blandat sig i de olika bolagens styrning. Sedan de institutionella ägarnas uppmärksammade blockering av Volvo-Renault-affären har bilden dock förändrats något men ägandet kan ännu inte betraktas som aktivt.²³ De ansiktslösa ägarna har därför många gånger misslyckats med att tillgodose kött och blod aktieägarnas intressen genom att ge bolagsledningarna för fritt spelrum. Nationalekonomiprofessorn Joseph Schumpeter, ofta kallad det kapitalistiska entreprenörsidealets teoretiske fader, uttryckte redan under förra seklets första hälft en oro att det ansiktslösa kapitalet skulle komma att bli kapitalismens fall.²⁴ De institutionella ägarnas passiva ägarstyrning har gjort att den pågående förtroendekrisen inte bara omfattar börsbolagen utan ett bristande förtroende och missnöje har även drabbat de institutionella ägarna.

²⁰ För en utförlig genomgång av olika definitioner av termen se Reinius s. 146 ff.

²¹ SOU 2004:47 s. 147.

²² SOU 2004:46, s. 178.

²³ SOU 2004:46, s. 183 f.

²⁴ DN 21/12 2003.

3 Lön, Bonus och Incitament

Kostnaderna för ersättningar till bolagsledningar i svensk-noterade bolag har enligt konsultföretaget Nordic Investor Services²⁵ ökat med 70 procent mellan 1997 till 2002, exklusive aktierelaterade incitamentsprogram. Med industriarbetarlönen i beaktande, som under samma period ökat med 16 procent och börsens generalindex som sjunkit med motsvarande, syns en klar ersättningstrend som börjar närma sig ersättningsnivåerna till direktörer i utlandet. Amerikanska företagsledare toppar fortfarande ligan beträffande lön och bonus med dubbelt så bra betalt som sina brittiska kollegor som får något större ersättning än svenska företagsledare. En anledning till utvecklingen bedöms vara det kollektiverade, institutionella ägandet med ansiktslösa investerare vilket öppnar gapet mellan ledning och ägare. Den ökade förekomsten av incitamentsprogram med tilldelning av aktier spås bero på de institutionella ägarnas strävan att skapa intressegemenskap mellan ledning och ägare.²⁶ En ökad transparens utåt bedöms vara en annan anledning till de stigande ersättningarna då det underlättar jämförelser mellan företagets respektive direktörlöner varvid ersättningarna trissas upp ytterligare.²⁷ Samma tendenser kan observeras mellan enskilda företag där ledningspersoner kräver samma ersättning som motsvarande personer i företag av samma storlek. Det råder ingen tvekan om att företagets storlek påverkar storleken på ersättningarna till dess ledning. Såväl lön, bonus som aktieinnehav är i genomsnitt avsevärt större i stora börsbolag jämfört med små och medelstora börsbolag.²⁸

Det kan vara lämpligt att fundera kring varför ersättningen till exempelvis VD skiljer sig så markant från en vanlig arbetarlön. Det kan utan svårigheter konstateras, åtminstone beträffande stora börsbolag, att en VD:s arbete skiljer sig betydligt från andras. Ingen arbetstidslag är i praktiken applicerbar på en VD och i många fall tvingas denne att göra stora avkall på sin personliga frihet och sitt familjeliv och ersättningen ska därför vara generös nog för att kompensera för dessa uppoffringar.²⁹ Utöver ovannämnda tillkommer ofta pressen av offentlig bevakning, stort professionellt ansvar över verksamheten samt risktagande i allmänhet.

En väl tilltagen belöning till bolagets VD och höga direktörer ligger i flera avseenden i aktieägarnas intresse. Dels ger en privatförmögenhet en direktör större oberoende att ta strid med styrelsen skulle det behövas.³⁰ Den rörliga delen av ersättningen kan, om den är väl avvägd, fungera utmärkt som en morot och skapa incitament till att realisera önskvärda potentialer och värden i bolaget. Dessutom bidrar aktierelaterade belöningssystem till att

²⁵ Rapport Ersättningssystem i svenska börsbolag, bilaga 5 i SOU 2004:47.

²⁶ Nordic Investor Services, s. 99 f.

²⁷ Reinius, s. 156.

²⁸ Nordic Investor Services, figurer 5, 6, 8, 12 och 14, s. 110, 111, 118, 125, 127.

²⁹ Dahlgren, s. 223 f. och 200 f.

³⁰ Dahlgren, s. 223.

sammanfoga aktieägarnas intressen av börsvärde med ledningens intressen av att maximera sin bonus. Tilldelning av aktier eller optioner till ledningen, vilket är ett vanligt långsiktigt incitamentssystem, likställer dem dessutom med aktieägarna och knyter dem hårdare till bolaget. Utöver detta kan också nämnas att konkurrenskraftig (läs: hög) ersättning är ett av de tyngsta argumenten i rekryteringen av kompetenta nyckelpersoner för att driva bolaget och realisera dess potential. Det sistnämnda argumentet används, ofta med hänvisning till den internationella standarden, ofta för att legitimera enorma löner. Oavsett om dessa argument har fog för sig skall ersättning inte underskattas som ett sätt för bolaget att rekrytera de personer det behöver.

En sedvanlig ersättning till en ledande befattningshavare i ett börsbolag består av olika komponenter, dels en fast grundlön och dels en rörlig del som i sin tur är uppdelad i långsiktiga och kortsiktiga delar. Den kortsiktiga delen är i allmänhet en bonus knuten till hur bestämda parametrar utvecklar sig över en viss period. Den långsiktiga ersättningen tenderar att vara någon form av incitamentsprogram bestående av aktier, köpoptioner eller konvertibla skuldebrev. Ersättningen omfattar normalt även andra förmåner och för VD dessutom pension, avgångsvederlag.³¹ Nedan behandlas endast de rörliga delarna av ersättningen, dvs. inte grundlönen.³² Beskrivningarna om ersättningar nedan avser VD och övriga i bolagsledningen gemensamt om inget annat framgår.

3.1 Pension och Avgångsvederlag

Den av bolaget utbetalade *tjänstepensionen* är en väsentlig del av den totala ersättningen som en högt uppsatt befattningshavare kan förvänta sig. Den kan bli allt annat än förutsebar och oskyldig vilket demonstrerades 2002 då Percy Barnevik lyfte en 900 miljoner kronors pension från ABB. Tjänstepension är i praktiken en innehållen del av lönen och kan vara förmånsbestämd eller premiebestämd. *Förmånsbaserad* pension går ut på att en bestämd andel av personens totala ersättning under en angiven tidsperiod sedan utgör den årliga pensionen. Den är således till sin natur omöjlig att på förhand beräkna och dessutom ges mottagaren möjlighet att påverka storleken på sin förmånsbaserade pension vilket kan bli skadligt för bolaget. Naturligtvis skall belöningssystem kunna påverkas för att överhuvudtaget skapa incitament men kan mottagaren påverka sin bonus genom att manipulera vissa resultat kommer även den därpå grundade pensionen att överdrivas. *Premiebaserat* system innebär istället att bolaget avsätter en

³¹ Nordic Investor Services, s. 109.

³² Grundlön är visserligen en del i varje ersättningspaket och är viktig såtillvida att annan ersättning ofta bygger på grundlönen. Grundlönen är dock minst kontroversiell av ersättningsformerna i detta fall eftersom den är bestämd till ett visst belopp och aktieägarna utan problem kan förutse kostnaderna för bolaget. Lönen har således mindre betydelse för frågeställningen och lämnas därför utanför redogörelsen.

bestämd andel av lönen varje år till en fond, vilket skapar bättre överblick över pensionskostnaderna.³³ Dessutom minskar i allmänhet bolagets kostnader för pensionerna eftersom avkastningen genereras på det avsatta kapitalet och således betalas av marknaden.³⁴ Vid valet mellan förmåns- och premiebaserad pension bör ställning tas till huruvida pensionen avses vara ett trygghet av pensionen eller snarare ett medel för skapande av ytterligare incitamentet. En undersökning 2002 bland 20 stora börsbolag visade att 55 procent av de verkställande direktörerna hade förmånsbaserad pension och 35 procent hade premiebaserad pension. I förekommande fall hade den förmånsbaserade pensionen uppgått till i genomsnitt 67 procent av lönen. Dessutom visades att ju större bolag desto lägre pensionsålder.³⁵

Eftersom en VD eller högt uppsatt direktör i praktiken anses ha en arbetsgivarfunktion omfattas denne inte av LAS och kan således sägas upp utan föregående uppsägningstid.³⁶ Kompensationen för denna arbetsosäkerhet är i allmänhet ett avtal om *avgångsvederlag* vilket brukar berättiga till ett antal månadslöner. En undersökning genomförd 2001 visar att det brukliga är att en VD får ett vederlag motsvarande ett till två års ersättning, vari ingår både avgångsvederlag och uppsägningslön. Vägande faktorer vid bestämmande av vederlagets storlek är utöver den uppsagdes vanliga ersättning även individuella omständigheter, eventuella konkurrensförbud, uppsägningstidens längd samt anställningens längd mm. Vägledning ges också analogt av LAS skadeståndsregel som kan anses estimeras kostnaden bolaget måste betala i utbyte mot utövandet av den fria uppsägningsrätten i strid med LAS. Skadeståndsbestämmelsen berättigar exempelvis en uppsagt yngre än 60 år till 24 månadslöner i skadestånd efter fem till tio års anställning. Så höga avgångsvederlag är dock inte normen annat än i stora börsbolag.³⁷ Vilka personer förutom VD: n som undantas från LAS är viktigt att utvärdera så att det framgår vilka anställda som bör ha rätt till avgångsvederlag och vilka som inte per automatik skall tillerkännas avgångsvederlag.³⁸

3.2 Kontant bonus

Med *bonus* eller *tantiem* avses i detta sammanhang belöningsystem som inte berättigar den anställde till finansiella instrument utan är en rörlig kontantlön knuten till mål uppställda utifrån olika parametrar. Syftet med denna del är att belöna extraordinära prestationer och skapa incitament för befattningshavaren att sträva för att optimera betydenheter som aktieägarna bedömer som värdefulla, t.ex. kassaflöde, avkastning på investeringar eller

³³ Nordic Investor Services, s. 120.

³⁴ Smitt m.fl., s. 81.

³⁵ Nordic Investor Services, s. 122 f.

³⁶ LAS 1 § punkt 1 och dess tolkning genom t.ex. AD 1979 nr 146 och AD 1991 nr 86.

³⁷ Smitt m.fl., s. 122 ff.

³⁸ För en ingående gränsdragning för vilka som faller utanför LAS se Smitt m.fl., s. 43 ff.

resultat.³⁹ Bonusmålen kan även vara mjukare faktorer såsom kundnöjdhet, ökat goodwill eller trivsel på arbetsplatsen. Dyliga kvalitativa variabler är förutsättningar till lyckade program eftersom de bedöms mer subjektivt och således är svåra att manipulera. De fungerar ofta långsiktigare och får lättare allmän acceptans. Relativa mål såsom jämförelser med branschindex har varit vanliga tidigare. De har fördelen att de minskar marknadslägets effekt på ersättningen så att ledningen inte bara "rider på vågen" i högkonjunktur respektive berövas belöning för sina insatser p.g.a. lågkonjunktur. Sådana bonusvariabler har dock föranlett höjda ögonbryn eftersom de kan resultera i bonusutbetalningar trots att verksamheten går med förlust. De kan dock förses med villkoret att bonus förutsätter vinst varvid urvattning undviks.

Styrelsen pekar normalt ut de aktuella variablerna på vilka bonus skall baseras och sätter upp mål för när bonusen ska falla ut. Det är därvid viktigt att styrelsen håller bolagets verksamhetsmål i åtanke och målen bör kunna omförhandlas med beaktande av bolagets skiftande behov för att inte bli kontraproduktiva. Flexibilitet gynnar såväl bolag som anställd.⁴⁰ Ett modernt och marknadsmässigt bonusprogram skall vara knutet till förutbestämda och objektivt fastställbara mål. Målen skall inte infrias automatiskt utan bör vara krävande om än helt eller delvis förväntat uppnåbara. Den anställde skall kunna påverka utfallen, annars faller hela incitamentet. Det är vidare viktigt ur aktieägarnas perspektiv att resultaten av programmet förses med ett beloppstak som begränsar det maximala utfallet till ett särskilt belopp så att bonusen inte blir oändligt större än vad som åsyftats.⁴¹

De beslutade målen på de valda styrvariablerna brukar sättas som ett tröskelvärde som vid uppfyllande berättigar till ett minimibelopp. Under tröskeln utbetalas ingenting. Ju större marginal med vilket målet infriats, desto större blir bonusen. Det kan antingen finnas flera trösklar kopplade till växande bonus eller också växer bonusen successivt mellan tröskelvärdet och det fastställda taket som brukar uppgå till mellan 50 och 120 procent av ett års grundlön. Utvärdering av målen sker vanligen en till två gånger om året.⁴² Det skall dock poängteras att med så korta tidsperioder kan längre tendenser i uppfyllandet av målen avbrytas och nollställas utan att belönas. Kopplingen mellan prestation och belöning försvagas något av detta förhållande. Detta åtgärdas bäst genom rullande perioder där över- och underskott tas med till nästa period.⁴³ Det är viktigt att uppmärksamma just att den anställdas incitament inte alltid är jämt över hela skalan av bonusmålsuppfyllnad. Bedömer den ledande befattningshavaren att tröskelvärdet inte kommer uppnås försvinner incitamentet att alls försöka förbättra resultatet av den aktuella variabeln. Uppfylls en tröskel men troligtvis inte nästa avtar personens ansträngningar mellan första och andra tröskeln liksom efter taket är nått. Ledningen kan också strategiskt välja att

³⁹ Nordic Investor Services, s. 109 f.

⁴⁰ Smitt m.fl., s. 73 f och s. 234 f.

⁴¹ Skandiarapporten, s. 60.

⁴² Smitt m.fl., s. 233.

⁴³ Smitt m.fl., s. 254.

maximera sin bonus ett år och då passera alla trösklar om det visar sig bli mer lukrativt för dem än att uppnå jämn goda men blygsammare resultat flera år i rad. Ledningen kan också välja att skjuta upp lönsamma transaktioner och beslut.

Externbaserade mål kan vara botemedlet mot denna typ av strategier från ledningens sida. Det har visats att bolag som integrerar t.ex. branschindex i styrningsvariablerna har ett mer varierande utfall än bolag med interna mål. Variation i utfallen är välkommet då det tyder på incitament för sunt risktagande och en god relation mellan prestation och belöning.⁴⁴ Bonus som endast bygger på börskursen kan också ge upphov till att ledningen satsar onödigt mycket resurser på PR och marknadsföring av bolaget för att trissa upp förväntningarna och därmed kursen.⁴⁵ Dessa problem gäller givetvis även alla aktierelaterade incitamentsprogram. En potentiell fara är att bonusen ger upphov till ett spekulativt, kortsiktigt beteende med överdrivna vinster orsakade av icke affärsmässiga beslut. Investeringar som syftar till att öka lönsamheten på lång sikt kanske uteblir för att de påverkar beslutsfattarens bonus negativt på kort sikt. Om bonus baseras på bolagets expansion eller storlek kan detta fresta ledningen att driva igenom mergers och uppköp i motsats till bolagets egentliga intressen. Problemen kan ofta avhjälpas genom att göra bonusen beroende av, förutom individuella insatser, ledningens gemensamma och företagsgemensamma prestationer. Både lång- och kortsiktiga mål kan kombineras med hjälp av ett styrkort, ett s.k. Balanced Scorecard. Modellen föreskriver en företagsspecifik tillämpning av fyra perspektiv, finansiella och kvalitativa, som tillsammans med ett kundperspektiv sammanfattar företags framgång.⁴⁶

Medan kassaflödesmål kan ge stor bonus fast verksamheten går med förlust kan vinstdriven bonus erodera incitamenten under lågkonjunktur. Aktiekursgrundad bonus kan vara olämplig då den i stor utsträckning påverkas av det allmänna konjunkturklimatet. Även om verksamhetens sammantagna resultat, tillgångar, potential visserligen skall speglas i aktiekursen⁴⁷ Resultatknuten bonus kan också vara problematisk om mottagaren är en högt uppsatt person som kan frestas att tillämpa s.k. kreativ redovisning för att ge sken av en lönsammare verksamhet, eller på annat sätt manipulera resultatet för att optimera särskilda variabler. Eftersom aktiekursen påverkas av resultatet finns motiv till manipulation även då bonusen är styrd av aktiekursen liksom vid aktierelaterade incitamentsprogram. Eftersom finansiella parametrar är manipulerbara är användning av båda ekonomiska och mjuka parametrar i styrmedlet en god idé eftersom bedömningen av målens införlivande blir både objektiv och diskretionär.

Sammanfattningsvis belönar inte bonusen per automatik alltid kloka beslut och sund förvaltning utan kan skapa sneda incitament och kortsiktiga mål.

⁴⁴ Smitt m.fl., s. 236.

⁴⁵ Hörnberg-Rapp, s. 59.

⁴⁶ Smitt m.fl., s. 234 ff.

⁴⁷ Smitt II, s. 27.

Detta problem behöver inte nödvändigtvis aktualiseras om bonusen är välgenomtänkt, bonusmålen diversifierade, den totala ersättningen är riktigt balanserad och bonusen kompletteras med ett långsiktigt incitamentsprogram.

3.3 Incitamentsprogram

Med incitamentsprogram avses ett belöningsystem, ofta aktierelaterat, som har till syfte att skapa incitament för att eftersträva långsiktiga värdestegringar på bolagets aktier och även i övrigt sänka agentkostnaderna genom att sammanlänka ledningens intressen med ägarnas. De erbjuds naturligtvis även för att underlätta rekrytering. Det beräknas finnas cirka 700 incitamentsprogram av nio olika typer i svenska börsbolag. Ofta är trycket från företagsledningen stort att dylika ersättningar ska finnas och rekrytering kan försvåras om bolaget inte erbjuder tilldelning i ett incitamentsprogram i någon form.⁴⁸ Utan långsiktiga incitament ökar risken för personligt imperiebyggande och kostnader för t.ex. opåkallat stora och dyra kontor. Om incitamentskostnaderna blir så stora att de närmar sig de potentiella residualkostnaderna har de naturligtvis inte fyllt sin funktion.

Incitamentsprogram kan resultera i antingen att mottagaren blir ägare, som därmed delar de övriga aktieägarnas intressen, eller att värdeökningen hos den underliggande aktien betalas ut kontant utan att aktier därvid ges ut. Syntetiska optionsprogram, som jag återkommer till i det följande, är ett typiskt exempel på den sistnämnda varianten. Den tidigare nämnda modellen blir till sin natur mer långsiktig belönande än den senare eftersom mottagaren blir aktieägare och därför har fortsatt incitament till goda prestationer även efter programmets slut.⁴⁹ Incitamentsprogram är i det närmaste huvudregel för ledande befattningshavare i stora börsbolag men är mer sällsynt för styrelseledamöter.⁵⁰ Utomlands tenderar den långsiktiga incitamentsdelen av ersättningen att vara så stor som 75 procent mot 16 procent i Sverige vilket visar på ett bättre hänsynstagande till agentkostnaderna utomlands än vad som är brukligt i svenska företag.⁵¹ Detta i sin tur måste ses mot bakgrund av den mer spridda ägarbilden i exempelvis USA vilket gör det ännu mer angeläget att motivera ledningen i ägarnas intressen.

Nedan skall de sex vanligaste formerna av incitamentsprogram beskrivas: konvertibla skuldebrev, teckningsoptioner, köpoptioner, syntetiska optioner, personaloptioner och vinstandelar.⁵² De två förstnämnda regleras uttryckligen i ABL 5 kap medan övriga former är marknadens

⁴⁸ Nordic Investor Services, s. 104 f.

⁴⁹ Smitt m.fl., s. 75.

⁵⁰ Nordic Investor Services, s. 124.

⁵¹ Smitt m.fl., s. 229 f.

⁵² Dessa är de renodlade typerna och i praktiken kan ett incitamentsprogram vara sammansatt av komponenter från flera av dessa typer.

konstruktioner. Regleringen av konvertibler och teckningsoptioner i ABL är avsedd för att underlätta bolagets kapitalanskaffning. Lagstiftaren tycks dock inte ha haft incitamentsprogram för ögonen vilket gör att reglerna kan framstå som mindre lämpade, i vissa avseenden t.o.m. hindrande, för tillskapandet av incitamentsprogram.⁵³ *Konvertibla skuldebrev*, eller konvertibler som de allt oftare kallas, är egentligen ett sätt för bolaget att öka aktiekapitalet genom att låta en kreditgivare kvitta sin fordran mot betalning av aktier i bolaget. Beslut om emission av konvertiblerna fattas av stämman (ABL 5 kap 3 §), som också fastställer konverteringskursen, alternativt kan styrelsen bemyndigas att besluta om emission. För att emittera till anställda måste först företrädesrätten sättas ur spel vilket också beslutas av stämman med kvalificerad majoritet (ABL 5 kap 2 §).⁵⁴ Som instrument i ett incitamentsprogram fungerar konvertiblerna förenklat så att den anställde förvärvar ett skuldebrev som på en given lösendag antingen kan lösas in eller omvandlas till aktier till ett bestämt pris, konverteringskursen. Inte sällan förmedlar bolaget finansieringen av själva skuldebrevet eftersom det oftast inte är obligationen som är intressant i sammanhanget.⁵⁵ Skuldebrevet har rent utav blivit enbart en formalitet och AmN har uttalat att det är så vedertaget att i sammanhanget utfärda skuldebrevet på 1 krona eller dylikt att detta inte strider med god sed på aktiemarknaden.⁵⁶

Teckningsoptioner är ett värdepapper som berättigar till teckning av en nyemitterad aktie. Utfärdandet regleras i dagsläget i ABL: s femte kapitel och i Leo-lagen och utfärdandet av teckningsoptionen sker alltid tillsammans med ett skuldebrev. Skuldebrevet och teckningsoptionen kan sedan skiljas från varandra och optionen blir då ett självständigt löpande värdepapper.⁵⁷ Denna procedur har visat sig vara opraktisk, särskilt vid utformandet av incitamentsprogram, vilket har föranlett en ändring i förslaget till ny ABL innebärande att teckningsoptionen fortsättningsvis ska kunna emitteras utan skuldebrev.⁵⁸

Köptioner är en annan form av incitamentsprogram som också den gör innehavaren till aktieägare men utan att en nyemission behöver företas. De kan utfärdas på två sätt; antingen av en aktieägare eller av bolaget. Innan möjligheten infördes för bolag att köpa tillbaka egna aktier var bara den förstnämnda varianten tänkbar men nu kan optionen köpas direkt från bolaget.⁵⁹ Optionens utfärdande är i alla delar ett civilrättsligt avtal och regleras inte i ABL. Köptionen ger innehavaren möjlighet att förvärva redan befintliga aktier i bolaget till ett visst pris med fördelen att utspädning av aktiekapitalet aldrig aktualiseras eftersom nyemission inte sker.⁶⁰

⁵³ Borg, s. 121 f.

⁵⁴ Rohde, s. 58 ff.

⁵⁵ Nordic Investor Services, s. 112.

⁵⁶ AmN 1999:17.

⁵⁷ Smitt m.fl., s. 239.

⁵⁸ Prop. 2004/05:85 s. 341 ff.

⁵⁹ Det kan nämnas att detta var anledningen till att många företag, däribland Skandia, innan lagändringen istället utställde syntetiska optioner i sina optionsprogram.

⁶⁰ Smitt m.fl., s. 240. Utspädning skall förklaras nedan.

Anställd betalar en premie för optionen antingen till ägaren eller till bolaget efter att denna värderats enligt någon vedertagen formel. Förvärvas optionen till underpris skall mellanskillnaden beskattas som löneförmån i inkomstslaget tjänst.⁶¹

Syntetiska optioner är som namnet antyder inte egentliga optioner så till vida att de inte ger mottagaren option till att köpa aktier. Optionens underliggande värde motsvarar inte ett existerande finansiellt instrument utan baseras på ett konstruerat värde.⁶² Det vanligaste i det här sammanhanget är att den syntetiska optionen är en indexoption vars underliggande värde utgörs av börskursen.⁶³ Konstruktionen kan beskrivas som ett mellanting mellan ett incitamentsprogram och en aktierelaterad bonus.⁶⁴ Istället för att ge rätt till aktier betalar bolaget ur den egna kassan ut kontant ersättning när kursen på den underliggande aktien stigit över den slutkurs som anges i optionsavtalet. Nackdelarna är att bolagets kostnader för programmet blir lika oförutsebara som börskursen, särskilt riskabelt kan detta vara om optionerna saknar tak.⁶⁵ Fördelarna är att ingen utspädning av aktieägarnas innehav sker av ägarnas innehav och modellen användes flitigt under tidigt 90-tal eftersom syntetiska optioner enkelt kan skapas av bolaget själv utan att företa nyemission. Syntetiska optioner tilldelas oftast bara ett fåtal nyckelpersoner i företaget.⁶⁶

Personaloptioner utfärdas vanligen av bolaget som en skattepliktig löneförmån. Personaloptionen är egentligen ingen särtyp utan kan vara en syntetisk-, köp- eller teckningsoption. Den anställde betalar ingen premie för optionsrätten men den blir värdelös om anställningen upphör.⁶⁷ Optionen är således villkorad av anställningen och kan heller inte fritt överlåtas. Den erbjuds vanligen till hela personalen eller större delen av de anställda och har en i svenska mått mätt lång löptid; vanligen mellan fem och tio år.⁶⁸

Utbetalning från *vinstandelsstiftelser* är en annan form av incitamentsprogram som dock till skillnad från de ovannämnda inte är aktierelaterad. Istället sker värdeökningen genom att bolagets vinst avsätts till en stiftelse utifrån bestämda villkor såsom lönsamhet i förhållande till konkurrenter eller dyl. Stiftelsens tillgångar investeras oftast i de egna aktierna och därvid spelar aktiekursen en viss roll. Vid pensionsålder kan den anställde sedan lyfta sin andel varvid beskattning sker i inkomstslaget tjänst.⁶⁹

När nya aktier ställs ut utan att företrädesrätt ges till befintliga aktieägare krymper dessas innehav i förhållande till samtliga aktier som följd av

⁶¹ Nordic Investor Services, s. 113.

⁶² Se t.ex. prop. 1990/91:142 s. 143.

⁶³ AmN 1994:6.

⁶⁴ Hörnberg-Rapp, s. 17.

⁶⁵ Nordic Investor Services, s. 114.

⁶⁶ Smitt m.fl., s. 241.

⁶⁷ Nordic Investor Services, s. 113 f.

⁶⁸ Smitt m.fl., s. 240 f.

⁶⁹ Nordic Investor Services, s. 114 f.

emissionen. Detta kallas *utspädning* av aktiekapitalet och drabbar aktieägarna i allmänhet hårdare ju lägre bolagets marknadsvärde är.⁷⁰ Alla incitamentsprogram har inte utspädning som inneboende följd utan bara de som resulterar i tillkomsten av nya aktier t.ex. teckningsoptioner och konvertibler. Man har från lagstiftarens sida underlåtit att beröra frågan om utspädning och även självreglerande organ har varit obenägna att sätta upp alltför tydliga riktlinjer i ämnet. Enligt Aktiespararna bör utspädningseffekten vid riktade emissioner inte överstiga fem procent.⁷¹ Aktiemarknadsnämnden å sin sida avstår uttryckligen från att uppställa en övre gräns. Ändå kan man säga att fem procent traditionellt sett bör kunna fungera som utgångspunkt. Fem procents gränsen är dock inte absolut utan överskridanden kan motiveras av omständigheterna. AmN har i ett specifikt fall medgivit att i ett personalintensivt företag med humankapitalet som främsta tillgången var tre gånger så stor utspädning acceptabel.⁷²

Något som sällan uppmärksammas i anledning av incitamentsprogram är att de inte bara är en källa till personlig förmögenhet utan att de också innefattar en *förlustrisk*. En vanlig missuppfattning är att de ledande befattningspersonerna får sina optioner gratis. Visserligen utdelas personaloptioner som löneförmåner och vederlagsfria sådana har blivit vanligare på senare år. I övriga fall kostar optionerna alternativt har mottagaren accepterat optionerna i utbyte mot en lägre grundlön eller dylikt. I händelse av att aktien inte utvecklas enligt förhoppningarna förlorar den anställde på så sätt en del av sin lön eller den erlagda premien för optionen. En undersökning gjord 2003 visar att anställda i en handfull IT och telekomföretag fick *negativa utfall* på sina incitamentsprogram.⁷³ För att hedga, dvs gardera sig mot och överbrygga kursfallsrisken, kombineras ibland en genom option förvärvad aktie med en säljoption.⁷⁴

Som framgått är det viktigt ur corporate governance synpunkt att incitamentsprogram ges en lämplig *utformning*. Rösterna är många och uppfattningarna går delvis isär beträffande hur långsiktiga system bör komponeras. I SNS Ekonomiråds rapport från 2003 konstaterades att fler optionsprogram behövs, inte färre, men att dessa kan och bör göras väsentligt bättre. Det skulle gynna ägarna om tilldelningen av optionerna spreds jämnare över tiden eller om lösenkursen indexerades med den generella kursutvecklingen. I intresset av att skapa långsiktigare incitament borde också optionernas löptid förlängas och bindas under längre tid.⁷⁵ Den valda löptiden på aktierelaterade incitamentsprogram kan också påverka kursen då marknaden kan betrakta den som ett mått på trovärdighet. Löptider under ett år tenderar att skapa misstanke att ledningen inte tror på en långsiktig positiv utveckling för bolaget. För lång löptid å andra sidan

⁷⁰ Nordic Investor Services, s. 108.

⁷¹ Aktiespararnas Ägarstyringspolicy.

⁷² AmN 1998:6.

⁷³ Smitt m.fl., s. 243.

⁷⁴ Nordic Investor Services, s. 115.

⁷⁵ Söderström m.fl., s. 119 ff.

gör att utfallet blir i det närmsta omöjligt att förutse.⁷⁶ Vissa menar att options- och konvertibelprogram riktade endast till bolagsledningen i praktiken inte gynnar aktieägarna utan dessa skall vara adresserade till hela personalen. Lösenpriset bör också sättas högre än den aktuella kursen vid tilldelningstillfället.⁷⁷ På samma sätt som beskrivits ovan för bonusprogram bör även incitamentsprogrammets koppling till prestationen söka förbättras då höga utfall till följd av externa förhållanden såsom konjunktur påverkar förtroendet för företaget och näringslivet negativt.⁷⁸ Som skall framgå nedan av analysen av Skandia-affären är incitamentsprogram relaterade till aktiemarknadens förväntningar inte alltid oproblematiske.

Det är av största vikt att incitamentsprogram analyseras noga så att de inte föranleder oväntat stora kostnader och för att de skall få den önskade effekten. Bolaget bör också försäkra sig om att utspädningseffekten stannar på acceptabla nivåer. Även ur skattesynpunkt är det viktigt att kartlägga konsekvenserna av systemet.

3.4 Incitament för att skapa bolagsvärde

Gemensamt för bonus och incitamentsprogram är att de skapar incitament för den anställda att infria de mål som styrelsen uppställer samt att i övrigt verka för att aktiekursen på längre sikt utvecklas fördelaktigt. I detta syfte är de flesta överens om att belöningsystem utöver grundlön är outhärligt för bolaget. Samtidigt finns forskning från USA som visar att sambandet mellan rikligt belönade direktörer och bolagets långsiktiga värdeutveckling i själva verket är svagt.⁷⁹ Man skall också hålla i åtanke att incitamentsprogram som genererar aktier inte bara är av godo utan även i vissa bemärkelser gör ägarna beroende av ledningen. Eftersom bolaget är oerhört känsligt inför marknaden om VD: n säljer sina aktier och lämnar bolaget skulle det resultera i kursras om VD: n frestas att kamma hem. Om VD använder sina optioner/aktier som vinstgivande värdepapper och realiserar deras värde istället för att behålla dem som incitament försvinner inte bara programmets syfte utan ägarna drabbas också av kurspåverkan.⁸⁰ Av denna anledning måste bolaget försöka binda in värdet av incitamentsprogrammet. Det finns ytterligare nackdelar med att skapa incitament medelst gynnande av ledningens privatekonomi. En sådan är att ledningens professionella beslut önskat påverkas av personliga intressen. I krislägen har ledningen inte bara bolagets situation för ögonen utan även den egna förmögenhet vilket kan påverka individens möjlighet att agera kallt och rationellt.⁸¹

⁷⁶ Hörnberg-Rapp, s. 57 f.

⁷⁷ Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy.

⁷⁸ SOU 2004:47, 137.

⁷⁹ Harvard professor Michael Jensen har efter omfattande forskning påpekat att aktiemarknaden inte fungerar tillräckligt bra för att belöningsystem skall göra det. Detta beror mycket på att aktiemarknaden tidvis övervärderar aktier.

⁸⁰ Hörnberg-Rapp, s. 12.

⁸¹ Hörnberg-Rapp, s. 56.

Det är otvivelaktigt så att belöningsystemen med felaktiga villkor eller ogenomtänkt sammansättning kan skapa snedvridna incitament eller vid låg koppling till prestation kan programmet helt kan sakna incitament. Det är viktigt att tillse att kopplingen mellan utfallet och prestationen är så stark som möjligt och att ribban för belöningen inte ställs för lågt. Kopplingen stärks om belöningen både kan ha en positiv och en negativ utgång. Om den bara innebär en morot vid gott resultat och är neutral vid misslyckanden blir programmet bara ett sätt att höja lönen. Lika viktigt är att utforma belöningsystemen till att bestå av flera delar med olika styrvariabler och olika mål. Bygger bonus endast på aktiekursutvecklingen blir kopplingen till prestationerna svag eftersom kursen utöver den anställdes insatser och ledarskap även påverkas av konjunkturen. Även ett belöningsystem med många objektiva variabler kan ge oförutsedda och oönskade resultat vilket motiverar att även ha subjektiva mjuka variabler insprängda i systemet, såsom kundnöjdhet, goodwill mm. Mot detta talar dock att utfallet från ett incitamentsprogram bör vara så förutsebart och styrbart som möjligt för dess förmånstagare. Proportionerna mellan grundlön och rörliga ersättningar är ett annat ställningstagande som styrelsen ställs inför vid bestämmande av ledningens ersättning. Medan större delar bonus och incitamentsprogram bättre tar hänsyn till agentskostnaderna så är sådan kompensation mindre förutsebar för bolaget. Det är sammantaget en mycket komplex uppgift att utforma ersättningsprogram för ledande befattningshavare och valen måste göras utifrån det enskilda företags organisation, verksamhet, behov, förväntningar mm. Olika varianter på belöningsystem uppfyller olika syften och har olika bieffekter och problem. Bolagets specifika syften måste därför styra valet och utformningen av belöningsystem. Inte sällan anlitas externa konsulter för att utforma program som speglar företags behov.

Ett intressant problem som följer av optionernas funktion är att fördelarna med att ledningen också är aktieägare bara infrias om ledningen behåller sina aktier. Om optionsinnehavaren istället realiserar värdestegringen i aktien när så känns lämpligt ur dennes privatekonomiska synpunkt försvinner en motsvarande del av det långsiktiga incitamentet som skall fortsätta motivera den anställda efter löptidens slut.

4 Skandia-affären

Försäkringsaktiebolaget Skandia är Sveriges äldsta försäkringsbolag. Företaget bildades 1855 och har varit noterat på Stockholmsbörsen sedan den öppnade 1863. Verksamheten har utvecklats från traditionell försäkringsverksamhet med brand-, skade-, återförsäkring och livförsäkring till försäkringsprodukter inom långsiktigt sparande och därtill anknytande finansiella tjänster.

Under perioden 1997-2002 togs i Skandias övre skikt ett antal beslut som kom att allvarligt skada förtroendet för Skandia och i viss mån även försäkringsbranschen i sin helhet. Utöver de stora summor som utbetalades till ledningen till följd av optionsprogram uppmärksammades även lägenhetsaffärer, oegentliga transaktioner mellan Skandia och dotterbolaget Skandia Liv, förbjudna lån till ledande befattningshavare, förtida pensionsuttag, missvisande redovisning och redovisningsprinciper och förbiseenden i revisionen.⁸² Under senkvåren 2003 fick advokat Otto Rydbeck och revisorn Göran Tidström i uppdrag av Skandias styrelse att utreda bl.a. ersättningarna till de ledande befattningshavarna. Granskningsrapporten (fortsättningsvis kallad ”Skandia-rapporten”) redovisades under hösten 2003.⁸³

4.1 Bakgrund bonusar och optionsprogram

Skandias ersättningsprogram till ledningen bestod sedvanligt av en fast grundlön, en bonusdel och ett incitamentsprogram utöver pensionsutfästelser och avgångsvederlag.⁸⁴ Ersättningsprinciperna reviderades under 2003 efter att härvan uppdagats. Enligt Skandia-rapporten stramades principerna då upp och blev välavvägda och ersättningar välgrundade. Nedan redogörs för de ersättningar och beslutsgångar som gällde dessförinnan.

4.1.1 Bonus

Skandias VD Lars-Eric Petersson hade för åren 1998-2001 inga skriftligt avtalade eller skriftligt definierade mål för sin bonus. Endast för 2002 fanns skriftliga bonusmål för Petersson undertecknade av styrelseordföranden Lars Ramqvist för Skandias räkning. I handlingen formulerades fem delmål. Av dessa berättigade ett ensamt till full bonus fast detta delmål enligt

⁸² För en ingående redovisning av alla företagsdelarna hänvisas till Skandiarapporten.

⁸³ Skandiarapporten, s. 5.

⁸⁴ Även om grundlön, pension och avgångsvederlag i praktiken ingår i det sedvanliga ersättnings- och incitamentspaketet, vilket var fallet även i Skandia, var dessa delar inte centrala i granskningen av Skandia. De lämnas därför därhän och läsaren hänvisas i dessa delar till Skandiarapporten.

bedömningen i Skandia-rapporten låg utom Peterssons påverkan, dvs. korresponderade inte med hans prestationer. Delmålen som låg inom Peterssons kontroll att påverka var luddigt definierade eller alltför diskretionära.⁸⁵ Bonusmålen för Petersson beslutades inte något år av den samlade styrelsen utan fastställdes av ordföranden och protokollförda beslut från den tillsatta ersättningskommittén saknas. Målen redovisades på styrelsemötet på våren 2002 men när det under våren 2003 blev dags att besluta om utbetalning av bonus för 2002 tillerkändes Petersson ingen bonus av styrelsen.⁸⁶

4.1.2 Incitamentsprogram

Fram till 2003 fanns det ett antal olika incitamentsprogram för Skandias bolagsledning. Dels fanns mellan 1997-1999 ett förmånspaket som kallades "Sharetracker", dels ett globalt incitamentsprogram 1998-1999 för befattningshavare inom affärsenheten långsiktigt sparande som kallades "Wealthbuilder" och två varianter av optionsprogram för 2000-2002 respektive 2003. Dessutom fanns före införandet av optionsprogrammet 2000 ett vinstdelningsprogram för samtliga Skandias anställda i Sverige som hette "Skandianen". Dessa incitamentsprogram berikade Lars-Eric Petersson med knappt 178 miljoner kronor mellan 1997 och 2000. För samma period lyfte finansdirektör Ulf Spång och American Skandia chefen Jan Carendi drygt 115 miljoner respektive 240 miljoner kronor.⁸⁷ Utöver detta tillkom lokala incitamentsprogram, lön och pension. För exempelvis Carendi innebar detta i själva verket 360 miljoner plus en årslön på ungefär en miljard under slutet av 1990-talet.⁸⁸

I ett pressmeddelande från Aktiespararna i maj 2000 angavs att bonusar till Skandias ledning uppgick till tolv procent av resultatet 1997-1999. Detta visade sig bara vara toppen på isberget och i själva verket var resultat av bonuskarusellen 1997-2001 att beloppen, med en annan beräkningsmodell, översteg det verkliga resultatet för hela femårsperioden med en miljard. Cirka tre av de fyra miljarder som betalades ut 1997-2002 baserades på framtida vinster, som aldrig blev verklighet.⁸⁹

4.1.2.1 Skandianen och Stock-optionsprogrammet

Skandianen utgjordes av ett vinstdelningssystem där bolaget avsatte medel till en andelsstiftelse som investerade i Skandiaaktier. Samtliga anställda kvalificerade för utdelning, förutsatt att de varit anställda under en stadgad minimitid. Alla fick samma andel. Skandianen ersattes som nämnts 2000 av ett *stock-optionsprogram*, bestående av teckningsoptioner, som gällde fram

⁸⁵ Skandiarapporten, s. 60 f.

⁸⁶ Skandiarapporten, s. 60 f.

⁸⁷ Skandiarapporten Bilaga 2.

⁸⁸ Nachemson-Ekwall, s. 155.

⁸⁹ Nachemson-Ekwall, s. 154.

till 2002.⁹⁰ De anställda tilldelades enligt det sistnämnda programmet optioner med rätt att köpa Skandiaaktier till den aktuella kursen vid optionernas utfärdande. Totalt skulle efter stämmobeslut 24 miljoner aktieoptioner kunna ställas ut. Programmets löptid var tre år och teckningskursen sattes utifrån den genomsnittliga kursen veckan före respektive års tilldelning. Optionerna kunde inte överlåtas. Väl tilldelade hade optionerna till samtliga anställda en löptid om tre år och fick utnyttjas tidigast efter ett år. Optionerna till nyckelmedarbetarna hade en sjuårig löptid och fick utnyttjas tidigast efter tre år.⁹¹ Beslutet om införandet av stock-optionsprogrammet för 2000-2002 togs på bolagsstämman våren 2000 och styrelsen beslut därefter att tillsätta en ersättningskommitté.⁹² Ett kostnadstak infördes aldrig i programmet trots att de institutionella ägarna hade efterlyst ett sådant.⁹³

I en nyutkommen bok om Skandia skildras hur ordföranden Ramqvist var öppet negativ till det nya optionsprogrammet med motivering att det skulle bli alldeles för dyrt för bolaget. Han ville av den anledningen hänskjuta frågan till aktieägarna för att slippa inblandning i beslutet. Förespråkarna inför ägarna var istället ledningen, med andra ord förmånstagarna av programmet. Efter vad som beskrivits som en gedigen propaganda på stämman röstade aktieägarna ja till programmet. Eftersom börserna kom att rasa efter introduktionen av stock-optionsprogrammet realiserades aldrig de oerhört generösa villkoren.⁹⁴

4.1.2.2 Wealthbuilder

För de mest betydelsefulla anställda inom verksamhetsgrenen långsiktigt sparande, internt kallad Skandia AFS,⁹⁵ fanns ett skraddarsytt resultatbaserat incitamentsprogram som löpte mellan 1998-1999 och kallades *Wealthbuilder*. De avsedda medarbetarna fanns främst i USA och Storbritannien. Programmet baserades på värdeökningsandelar i Skandia AFS och totalt kunde 1 375 000 andelar delas ut årligen. Varje andel gav rätt till en utbetalning som investerades i Skandia aktier. Behållningen kunde sedan lyftas två år efter utgången av respektive år.⁹⁶ *Wealthbuilders* totala utfall beräknades kunna motsvara drygt fem procent av Skandia AFS beräknade värdetillväxt men kunde inte överstiga 300 miljoner under programmets löptid 1998-1999.⁹⁷ Programmet kom att förlängas 2000 varvid nyssnämnda beloppstak om 300 miljoner kronor avlägsnades utan styrelsens medgivande. Resultatet blev att taket uppnåddes 1999 och under förlängningsperioden 2000 utföll i avsaknaden av tak 663 miljoner kronor.

⁹⁰ Skandiarapporten, s. 62.

⁹¹ Skandiarapporten, s. 64 ff.

⁹² Skandiarapporten, s. 68 f.

⁹³ Hörnberg-Rapp, s. 62.

⁹⁴ Nachemson-Ekwall, s. 175 f.

⁹⁵ Förkortningen står för Assurance and Financial Services.

⁹⁶ Skandiarapporten, s. 63 f.

⁹⁷ Skandiarapporten, s. 63 f.

Med taket i behåll hade utfallet för 2000 inte ha kunnat överstiga drygt 56 miljoner.⁹⁸

Hur taket togs bort skall behandlas utförligare nedan men även andra faktorer bidrog till att programmet blev betydligt mer förmånligt än vad som var tänkt. Faktumet att löptiden var två år, och att de två åren som omfattades var väldigt vinstgivande, genererade stora summor eftersom avräkning inte skedde som planerat mot de lite sämre åren 2001 och 2002. Denna brist orsakade inte mycket uppmärksamhet vid införandet 1998 eftersom Wealthbuilder då trots allt ännu så länge hade ett tak.⁹⁹ Skandia AFS värdeökning beräknades baserat på embedded value plus goodwill.¹⁰⁰

Redovisningsmodellen *embedded value* var en annan central anledning till att utbetalningarna från Wealthbuilder blev så omfattande och omdebatterade. Embedded value-redovisning innebär förenklat att nuvärdet av framtida kassaflöden avseende försäkringskontrakt redovisas som intäkt redan det år kontraktet tecknas. Det var en vedertagen värderingsteknik i försäkringsbranschen och inte kontroversiell i sig. Modellen innebar att Skandia AFS kostnader för Wealthbuilder och för provisioner till mäklarna uppkom redan när kunden skrev på avtalet medan intäkterna tickade in successivt under efterföljande år.¹⁰¹ Detta medförde att en iögonfallande vinst kunde redovisas även om kassaflödet var på minus och vinsten i själva verket var en prognos om framtida intäkter.

Förslaget till Wealthbuilder godkändes på ett styrelsesammanträde i april 1998 varvid taket på 300 miljoner kronor slogs fast samt att programmet skulle omfatta 20-30 medarbetare.¹⁰² Detaljerna för programmets villkor skulle utarbetas i samråd med en extern konsultfirma. Det kom sedermera att ske vissa avsteg från det av styrelsen godkända förslaget. I praktiken kom programmet att omfatta 47 personer varav elva personer omfattades av både Sharetracker och Wealthbuilder. Det fanns även en formodligen förbisedd möjlighet för förmånstagarna att påverka utfallet i programmet. Eftersom ingen avräkning på en god period skedde mot en efterföljande sämre period fick förmånstagarna incitament att maximera embedded valueresultatet och nyförsäljningen utan att ta hänsyn till framtida följder. Resultatet blev enligt Skandia-rapporten kortsiktigare nyförsäljningar än vad som egentligen hade varit gynnsamt för bolaget. Styrelsen förefaller inte ha varit införstådd med de komplicerade sambanden mellan nyförsäljning, antagandena i embedded value och programmets utfall.¹⁰³

1997-2000 var lysande börsår för Skandiaaktien då kursen mångdubblades och aktien var en investeringsfavorit med höga redovisade vinster.¹⁰⁴ 1999

⁹⁸ Skandiarapporten, s. 86.

⁹⁹ Nachemson-Ekwall, s. 165.

¹⁰⁰ Skandiarapporten, s. 63 f.

¹⁰¹ Nachemson-Ekwall, s. 116.

¹⁰² Skandiarapporten, s. 68 f.

¹⁰³ Skandiarapporten, s. 74 ff.

¹⁰⁴ Nachemson-Ekwall, s. 133-147.

redovisade Skandia sin högsta vinst på 8,6 miljarder kronor. Ändå gav vinsterna inga resultat i kassan då det negativa kassaflödet uppgick till 4 miljarder SEK.¹⁰⁵ Eftersom Skandiaaktien gick lysande på börsen och de redovisade vinsterna var goda var det få på marknaden som oroade sig över de negativa kassaflödena på flera miljarder.¹⁰⁶ Värdering med embedded value var på intet sätt fusk men något vanskligt och osäkert och marknaden invaggades i falsk entusiasm.¹⁰⁷

Wealthbuilder kom att förlängas i januari 2000 vid ett styrelsesammanträde per capsulam. Anledningen till förlängningen var att det föreslagna nya incitamentsprogrammet till samtliga anställda, stock-optionsprogram 2000-2002, inte bedömdes kunna vinna gehör på stämman ännu. Istället behölls både Sharetracker och Wealthbuilder tills vidare. Styrelsen beslutade att Wealthbuilder skulle förlängas med oförändrade villkor. I ett tillägg till programmets villkor framgår dock att beloppsgränsen, taket på 300 miljoner kronor, tagits bort beträffande förlängningen av programmet.¹⁰⁸ Missnöjet med taket var nämligen enormt bland förmånstagarna eftersom de blev fler som delade på resultatet än planerat och ett utfall om 300 miljoner kronor var nått redan före halvårsskiftet 1999. Trycket från aktieägarna att inte mista de eftertraktade medarbetarna i USA var stort.¹⁰⁹ Tillägget till Wealthbuilder villkoren stipulerade utöver att taket skulle lyftas även att den överskjutande delen av utfallet från 1998-1999 nu skulle betalas ut retroaktivt tillsammans med utfallet från det förlängda programmet. Värdet på förlängningen beräknades alltså inte från förlängningens början 1/1 2000 utan från där taket på 1998-1999 års Wealthbuilder sprängdes.¹¹⁰ Resultatet blev att 600 miljoner kronor betalades ut i strid med styrelsens beslut. Inget styrelsebeslut finns som stödjer denna beräkning utan endast ett brev som beskriver ändringarna, undertecknat av Petersson. Tillägget skulle sedermera varken godkännas eller presenteras för styrelsen. Ersättningskommittéledamöterna Söderberg, Ramqvist och Braun uppger alla att de inte godkände elimineringen av taket. Originalvillkoren till Wealthbuilderprogrammet stadgade att tolkning och ändringar av programmet skulle beslutas av styrelsen.¹¹¹ Skandias revisorer påpekade i ett yttrande till Skandia att utbetalningarna av förlängningen förutsatte ett beslut om eliminering av taket. Detta yttrande följdes dock aldrig upp. En annan omständighet var att Skandia AFS chefsaktuarie Malcolm Campbell, som tilldelades det fjärde största antalet andelar i programmet, enligt Skandia-rapporten var den som gjorde beräkningarna för bestämmande av bedömningsvärdet på vilket utbetalningarna grundades och han var dessutom delaktig i utformandet av Wealthbuilders villkor.¹¹²

¹⁰⁵ Nachemson-Ekwall, s. 146.

¹⁰⁶ Skandiarapporten, s. 4.

¹⁰⁷ Nachemson-Ekwall, s. 138 f.

¹⁰⁸ Skandiarapporten, s. 77 ff.

¹⁰⁹ Nachemson-Ekwall, s. 167 f.

¹¹⁰ Nachemson-Ekwall, s. 172.

¹¹¹ Skandiarapporten, s. 77 ff.

¹¹² Skandiarapporten, s. 86 f.

4.1.2.3 Sharetracker

För femtio ledande befattningshavare inom Skandia utformades efter styrelsebeslut ett särskilt incitamentsprogram för åren 1997-1999, *Sharetracker*. Skandia kunde inte ge ut optioner p.g.a. förbudet i försäkringsrörelselagen tills lagändring skedde 2000, därför var *Sharetracker* tvunget att vara ett syntetiskt optionsprogram.¹¹³ Anledningen till att programmets utfall kom att uppgå till enorma belopp var att beloppstaket liksom i *Wealthbuilder* under icke klarlagda omständigheter togs bort i kombination med att även detta program förlängdes när Skandias aktiekurs steg som mest. Utfallet för 1997-1999 skulle ha stannat på 103 miljoner kronor och utfallet för förlängningen skulle inte ha kunnat överstiga 30 miljoner. Till följd av att tak saknades blev dessa belopp istället 473 respektive 601 miljoner kronor.¹¹⁴

Sharetracker genererade optioner med motvärdet av Skandia aktiens värdestegring i de fall aktien stigit med mer än den långa räntan, som vid tillfället var 8 %. Ett tak sattes vid 15 procents årlig värdeökning. Tilldelningen beslutades av styrelseordföranden i samråd med vice ordföranden och VD, förutom beträffande tilldelningen till VD som beslutades av ordföranden och vice ordföranden. Tilldelningen skulle ske på grundval av befattningshavarnas tjänst, nytta och betydelse för bolaget samt även i viss mån hur eftertraktade de bedömdes vara på arbetsmarknaden. Den sistnämnda aspekten var viktig för att tillgodose bolagets intresse av att rekrytera och behålla viktiga medarbetare. Programmet fungerade så att ett ingångsvärde på aktiekursen bestämdes som sedan reviderades årligen utifrån medelkursen under december månad föregående år. Som beräkningskurs för ingångsvärdet nästkommande år valdes det högsta av årets ingångsvärde och utgående medelkurs. I händelse av negativa kursutvecklingar för ett år skedde ingen avräkning mot utfall för tidigare eller senare år. De syntetiska optionerna löpte t.o.m. den 31 december 1999 och första utbetalningen av optionernas ackumulerade värde skedde i februari 2000. Det årligen utbetalade beloppet skulle inte överstiga en årslön och att överskjutande utfall ur optionerna skulle utbetalas kommande år efter uppräknings med åtta procents ränta.¹¹⁵

Förslaget till *Sharetracker*, som togs fram utifrån ett förslag av bl.a. Skandias chefsjurist Jan-Mikael Bexhed, var återhållsammare än det slutgiltiga systemet kom att bli efter modifieringar av Ulf Spång och externa konsulter. Styrelsen gav sedan i uppdrag åt VD att utarbeta ett mer detaljerat förslag ”utan excesser” och med ett tak.¹¹⁶ Alfred Berg Fondkommission fick uppdraget att skapa programmets tekniska villkor. Alfred Berg tog fram ett program som begränsades av ett tak och vars utfall beräknades över en treårsperiod för att på så sätt utjämna utfallet från goda år med resultatet från sämre år. Under september eller oktober 1997 kom dock instruktioner

¹¹³ Nachemson-Ekwall, s. 158.

¹¹⁴ Skandiarapporten, s. 85.

¹¹⁵ Skandiarapporten, s. 62 f.

¹¹⁶ Skandiarapporten, s. 70 ff.

från Spång att taket skulle tas bort och att utfallet skulle avräknas årligen. Spång skall härvid ha hänvisat till beslut av ersättningskommittén. Det färdiga förslaget presenterades och antogs enligt Skandia-rapporten med viss tveksamhet av styrelsen i augusti 1997. Vid en förfrågan om begränsningarna i programmet svarade Spång att utdelningarna kunde uppgå till maximalt 40 procent av lönen och kostnaderna för programmet grovt uppskattat skulle bli högst en procent aktiens eventuella kursstegring. Dåvarande styrelseordföranden Sven Söderberg har uppgivit att förslaget efter viss skepsis pressades igenom av Jan Carendi, chef för Skandias amerikanska dotterbolag, eftersom styrelsen fruktade att förlora den amerikanska ledningen. Taket på programmet togs av allt att döma bort *efter* styrelsemötet där beslutet togs.¹¹⁷

Vittnesmålen från de inblandade personerna går isär om omständigheterna kring hur taket på Sharetracker lyftes. Skandia-rapporten gör gällande att Spång instruerade Alfred Berg att avlägsna taket varefter VD Lars-Eric Petersson i ett brev informerade förmånstagarna till optionsprogrammet om dess villkor ur vilket framgår att tak saknas. I och med Peterssons brev har alltså bolaget avtalsrättsligt bundits till villkoren utan tak och när styrelsen sedan informerades om detta i december 1997 ställdes den inför ett redan avgjort faktum. Något formellt styrelsebeslut fattades aldrig.¹¹⁸ Spång har i efterhand hävdade att dåvarande styrelseordföranden Sven Söderberg beordrade att taket skulle lyftas bort eftersom det komplicerade programmet och då utfallet var begränsat även utan tak. Petersson beskriver händelseförloppet som att kommittén för tilldelning i programmet, bestående av honom själv, Söderberg och vice ordförande Bengt Braun, gemensamt beslutade i oktober 1997 att taket skulle tas bort. Den versionen stöds dock inte av Braun eller Söderberg.¹¹⁹ Söderberg tog dock på styrelsesammanträdet på sig ansvaret för det förlorade taket och för att den samlade styrelsen inte hade fått komma till tals i frågan förrän ändringen redan var genomförd.¹²⁰

Sharetracker förlängdes liksom Wealthbuilder i januari 2000 och när styrelsen på försommarn 2000 insåg att utfallet av Sharetracker hade skenat iväg gavs ersättningskommittén i uppdrag att försöka omforma programmet så att utfallet låstes in. Resultatet blev ansenlig billigare för bolaget eftersom ledningen fick gå med på att avstå från Sharetrackers förlängning i utbyte mot en generösare pension och större tilldelning av aktieoptioner i stockoptionprogrammet. Därmed kom utfallen att delvis betalas av Skandias pensionsstiftelse och av aktieägarna genom utspädning av aktieägandet. Ledningen fick enligt styrelsens beslut ett tillägg till sina anställningsavtal med de nya villkoren varvid Skandia sparade 57,5 miljoner kronor avseende endast Petersson och Spångs förlängningsbonusar. Avtalen undertecknades den 11 maj av Petersson och Ramqvist utom för Peterssons avtal som för bolaget undertecknades av Ramqvist och personaldirektör Ola Ramstedt.

¹¹⁷ Skandiarapporten, s. 70 ff.

¹¹⁸ Skandiarapporten, s. 70 ff.

¹¹⁹ Nachemson-Ekwall, s. 160.

¹²⁰ Nachemson-Ekwall, s. 162.

Bara en vecka efter undertecknandena undertecknades av Petersson och Ola Ramstedt nya tilläggsavtal som inte hade behandlats i styrelsen.¹²¹ Dessa tillägg uppfattades av de andra befattningshavarna att innebära att bolaget åtog sig att garantera en miniminivå som ersatte det sänkta utfallet som tilläggen från den 11 maj innebar. Detta innebar ingen egentlig skillnad för andra än Petersson och Spång som i och med det nya tillägget tillsammans erhöll drygt 70 miljoner kronor mer än vad tillägget från den 11 maj gav rätt till. Den dåvarande avtalsansvarige på personalavdelningen undertecknade de nya tilläggen och informerade då Petersson och Spång om de resulterande beloppen. Dessa måste därför enligt Skandiarapporten anses ha varit medvetna om att tillägget innebar ett väsentligt avsteg från vad styrelsen hade godkänt. Den 30 augusti 2001 undertecknades sedermera ytterligare ett tillägg som angavs ersätta avtalen från den 11 och 18 maj. I de nya avtalen utfäste sig bolaget att säkerställa sitt åtagande enligt den 11 och 18 maj genom att teckna en Unit Link-försäkring i Skandia Leben AG och att befattningshavarna fick själva välja fond för placering av sitt pensionskapital. Försäkringen pantförskrivs i avtalet som säkerhet för Skandias utfästelse. Avtalen hade inte blivit föremål för behandling i styrelsen men hänvisade till beslut från ersättningskommittén. Ett sådant beslut från kommittén saknas emellertid. Medarbetare som inte tillhörde den svenska ledningsgruppen fick erbjudande i juni 2000 i enighet med ersättningskommitténs beslut. De som accepterade erhöll dock sedan ytterligare ett erbjudande via brev undertecknade av respektive personalansvarige, bl.a. Spång. Erbjudandet innebar en option för förmånstagaren att omvandla sitt innehav i Sharetracker till en direktpensionsutfästelse förutsatt att den anställde kvarstod i tjänst t.o.m. årsskiftet 2002/2003. Detta skulle inte påverka extratilldelningen av personaloptioner och innebörden var att hela utfallet av Sharetrackers förlängning garanterades. Bolaget fick således enligt tilläggen bära risken för en kursnedgång medan den anställde fick erhålla värdet av en kursuppgång. Detta överensstämde inte i alla delar med vad Ola Ramstedt redovisade för styrelsen då förlängningsbonusen skulle återrapporteras.¹²²

4.1.2.4 Lokala incitamentsprogram

Utöver ovannämnda incitamentsprogram fanns även lokala bonusprogram (de s.k. Ltip-arna), ett för varje land som Skandia bedrev sparverksamhet i. Dessa kostade 250 miljoner kronor bara för Skandia Link i Sverige 1998-2000.¹²³ I USA uppgick kostnaderna till 1,5 miljarder för Skandia Life och American Skandia. De senare blev det aldrig diskussion om i ledningen eller i styrelsen för moderbolaget Skandia eftersom beloppen togs som kostnader i de lokala AFS-kontoren och principerna fastställdes lokalt.¹²⁴ De lokala programmen saknade tak men baserades på fyra-fem års rullande värden

¹²¹ För VD:s avtal undertecknades detta av Ramstedt och avtalsansvarige på personalavdelningen.

¹²² Skandiarapporten, s 80 ff.

¹²³ Nachemson-Ekwall, s. 153.

¹²⁴ Nachemson-Ekwall, s. 156.

vilket skapade rimlig utjämning. Utfallet förutsatte även en avkastning för Skandia på kapitalet. Fördelarna var dels att inlåsningseffekten gjorde omsättningen i den högsta ledningen låg och dels att programmen lockade medarbetare till Skandia utan att höga grundlöner behövde betalas ut.¹²⁵

4.2 Rättslig bedömning utifrån gällande reglering

För att utröna om Skandia-affären hade kunnat upprepas, i dagens mer uppmärksamma klimat och med alla åtgärder som vidtagits sedan dess, är det betydelsefullt att först bedöma hur den då gällande regleringen fungerade i sammanhanget. Hur gott skydd var lagstiftningen och den då gällande självregleringen i att täcka riskområdena och få effekt och efterlevnad? Nedan kommer rättsenligheten av händelserna i Skandia att prövas utifrån den reglering som var gällande vid den aktuella tidpunkten. Utredningen syftar inte till att täcka in alla tänkbara regelbrott eller att göra en djupgående eller slutgiltig bedömning av felen som begicks, främst av den orsaken att underlaget och bevisproblemen inte medger detta. Nedan analyseras snarare ett antal för uppsatsen intressanta aspekter av Skandia-affären medelst en bedömning av skeendenas regelenlighet. Detta syftar endast till att ge en bild av i vad mån händelserna berodde på regelbrott och i vad mån de kan tillskrivas otillräckliga och/eller ineffektiva regler. Ansvarsfrågorna och möjligheterna till eventuella skadeståndsanspråk kommer inte att inventeras.

De huvudsakliga regelverken som bolaget och dess befattningshavare hade att iakttä var ÅRL, Aktiemarknadsnämndens uttalande¹²⁶, Aktiespararnas ägarstyrningspolicy (den då gällande versionen presenterades 1999), Näringslivets Börskommitté och Riktlinjerna för information till aktieägarna om incitamentsprogram, presenterade av ett antal stora börsbolag 2001. För ett försäkringsaktiebolag tillämpas inte ABL utan försäkringsrörelselagen. De materiella bestämmelserna som är av betydelse i detta sammanhang har dock huvudsakligen samma innehåll så för att göra redogörelsen mer allmän kommer Skandia nedan att behandlas som om det vore ett vanligt aktiebolag.

Det kan tyckas anmärkningsvärt att *styrelsen* gick med på att förlänga Sharetracker på samma villkor trots att programmet redan hade blivit mycket dyrare än vad som diskuterades vara rimligt vid programmets antagande. Till bilden hör dock att pressen var stor från de amerikanska medarbetarna och institutionella ägarna och att beslutet inte skall bedömas utifrån hur lyckat det i retrospekt visade sig vara. Viss tveksamhet kan också riktas mot styrelsens retroaktiva acceptans av Sharetrackers borttagna tak. Ledamöterna ställdes i december 1997 visserligen inför ett fullbordat

¹²⁵ Nachemson-Ekwall, s. 157.

¹²⁶ AmN uttalande 1994:6 rörande syntetiska optioner som numera är ersatt av 2002:1.

incitamentskoncept som i strid med deras beslut saknade tak men som redan hade införlivats och var avtalsrättsligt bindande för bolaget. Man kan ifrågasätta varför inga åtgärder vidtogs vid denna tidpunkt då styrelsen har ett *ansvar att inte skada bolaget* och ansvar att tillse att ledningen inte skadar bolaget. Detta ansvar följer av styrelsens syssломannalikhande ställning och av gällande ABL 8 kap 3 § och omfattar enligt förarbeten till nya ABL ett ansvar för att ledningens ersättningar är ändamålsenliga.¹²⁷ Kan vidare verkställande direktör Petersson och finansdirektör Spångs frihet att i det närmsta obehindrat ta beslut mot bolagets intressen ses som att styrelsen brast i sin *tillsynsplikt* och enligt ABL 8 kap 3 §? Ramqvist hade i egenskap av styrelseordförande ett ännu längre gående ansvar än de övriga ledamöterna för övervakningen av bolagets verksamhet vilket kan tänkas innebära att han borde ha fört upp flera av frågorna till diskussion i styrelsen.¹²⁸ Som ordförande också i såväl revisions- och ersättningskommittén borde han förmodligen ha initierat samtal om den missvisande redovisningen av incitaments-programmen och om Wealthbuilders ”borttrollade” tak. Vad avser styrelseledamöterna skulle de egentligen inte enkom ha förlitat sig på den verkställande direktörens uppgifter i alla lägen utan styrelsen bör rimligen kunna förväntas göra egna efterforskningar. Särskilt om VD inte har stött ett visst beslut helhjärtat bör detta föranleda en särskild kontroll att beslutet effektueras.¹²⁹ Det går dock enligt min mening knappast att slå fast några regelbrott baserat på det ovan sagda eftersom styrelseansvaret enligt nämnda paragraf är svårt att konkretisera. Bristerna i styrelsearbetet är snarare resultatet av bristfälliga rutiner och en något passiv inställning hos dess ledamöter.

Det kan även konstateras vara egendomligt att Lars-Eric Peterssons *bonusmål* för 1998-2001 och övriga villkor aldrig avtalades skriftligen. Enligt Skandiautredningen är det anmärkningsvärt att ordföranden Lars Ramqvist för bolagets räkning ingick avtal med Petersson utan att frågan förelades styrelsen för beslut eller att dokumenterat beslut fattades av ersättningskommittén. Infriandena av delmålen var därutöver dåligt kopplade till hans prestationer och var således illa utformade för att skapa incitament.

En viktig fråga är om *beslutsprocessen då programmen infördes* gick riktigt till. ABL: s kompetensfördelning mellan bolagsorganen gör gällande att styrelsen svarar för förvaltningen av bolagets angelägenheter och dess organisation. Avtal om syntetiska optionsprogram faller enligt ABL inom styrelsens kompetens.¹³⁰ Både Sharetracker och Wealthbuilder var att betrakta som syntetiska aktieoptionsprogram. Visserligen gällde sedan 2002 att syntetiska optionsprogram och personaloptioner som förväntas få väsentlig betydelse för bolaget bör föreläggas stämman för godkännande.¹³¹ Detta överlappades av att också Aktiespararnas ägarstyrningspolicy 1999

¹²⁷ Lagrådsremissen avsnitt 5.5, s. 44 och 46.

¹²⁸ Rodhe, s. 185 och SOU 2004:47, s. 209.

¹²⁹ Dahlgren-Moberg, s. 55.

¹³⁰ AmN 1994:6.

¹³¹ Skandiarapporten, s. 67.

stipulerade att beslut om andra program än de som resulterade i aktieäggande borde underställas stämman om programmet p.g.a. sin utformning eller omfattning var av stor vikt för bolaget.¹³² Men besluten om Sharetracker och Wealthbuilder fattades dessförinnan och var i det avseendet i enlighet med gängse ordning. Syntetiska optioner omfattas nämligen inte av Leo-lagen, eftersom de inte åsidosätter ägarnas företrädesrätt, och beslut om tilldelning av sådana kunde således fattas av styrelsen. Även *förlängningen* av programmen beslutades av styrelsen och var därmed helt i enighet med den gällande regleringen. Stock-optionsprogrammet som byggde på teckningsoptioner röstades igenom av stämman 2000 helt i enighet med Leo-lagens regler.

En av de mest betydelsefulla faktorerna för att utfallen av incitamentsprogrammen kunde bli så enorma var att *taken lyftes*. Det står klart att styrelsen beslutade att Wealthbuilder skulle förlängas 2000 på samma villkor som gällde för 1998-1999 och att ett motsvarande tak skulle tillämpas. Det är också otvivelaktigt att eventuella ändringar eller tillägg i villkoren skulle beslutas av just styrelsen. Trots detta togs taket bort i och med det tillägg till programmet, undertecknat av Petersson, som sändes till Wealthbuilders förmånstagare i samband med förlängningen. Det står klart att taket inte avlägsnades i behörig ordning och att Petersson måste ha varit medveten om detta. En VD har oavsett vad programvillkoren anger inte behörighet att ändra styrelsens beslut.¹³³ Detta följer av hierarkin i ABL och medför ett kompetensöverskridande enligt 8 kap 35 § 1 stycket. De flesta av personerna som omfattades av Wealthbuilder måste dessutom anses ha varit i ond tro om att styrelsebeslut fattades vilket enligt ABL kan medföra att takets eliminerande blir ogiltigt. Beträffande Sharetrackers tak anger styrelsebeslutet från augusti 1997 tydligt att optionsprogrammet skulle innehålla ett sådant. När Petersson fick i uppdrag att utforma programmet angavs att det inte skulle innehålla några excesser. Något styrelsebeslut finns inte heller att taket skulle försvinna. När Lars-Eric Petersson underrättade förmånstagarna och undertecknade skrivelsen med dess villkor, utan tak, åstadkom han därmed att taket togs bort. Ett sådant beslut skulle ha tagits av styrelsen och Petersson bär enligt Skandiarapporten ansvaret gentemot aktieägarna för att taket avlägsnades.¹³⁴ Då uppgifterna om takets försvinnande går isär och det i slutändan är en bevisfråga om instruktioner att ta bort taket kan härledas till styrelsen är det svårt att dra slutsatser om beslutsordningen var ett lagbrott eller inte. Utan direktiv från styrelsen att ta bort taket skulle avlägsnandet av det inte ha skett i laglig ordning p.g.a. behörighetsöverskridanden. När sedan *utfallet av Sharetracker* hade omförhandlats skedde ytterligare kompetensöverskridanden. Tilläggsavtalen från den 18 maj 2000 kom att omintetgöra styrelsens tillägg från den 11 maj i dess syfte att begränsa utfallet av Sharetracker. Petersson som undertecknade tillägget ingick således medvetet ett avtal i strid med styrelsens beslut. Han förpliktade därvid Skandia att till honom själv och Spång utbetala i nominella belopp lika stort utfall som ursprungliga

¹³² Aktiespararnas ägarstyrningspolicy 1999, avsnitt 3.11.

¹³³ Skandiarapporten, s. 97.

¹³⁴ Skandiarapporten, s. 73.

Sharetracker. Detta är ett kompetensöverskridande enligt ABL som jämte hans och Spångs onda tro kan föranleda ogiltighet hos avtalen.¹³⁵

Det finns också exempel på *jäv* i turerna kring Wealthbuilder och Sharetracker. Ett eventuellt jävsförhållande är då VD egenhändigt beslutade att avlägsna taket på det incitamentsprogram som han själv omfattades av, förutsatt att det kan fastställas att det var så det gick till när Sharetracker förlorade sitt tak. Även om han inte skrev under sitt eget avtal också för bolagets räkning vore han ändå jävig om han låg bakom beslutet och villkoren i tillägget. Dock skall påpekas att en person, utan hinder av sitt jäv, på uttryckligt uppdrag av styrelsen kan *verkställa* ett avtal som berör honom själv.¹³⁶ Så tycks dock inte ha skett eftersom styrelsebemyndigande att ta bort taket som bekant förefaller ha saknats.

Villkoren för stock-optionsprogrammen var enligt Skandia-utredningen i enighet med den gällande seden på marknaden och fullt normala. Dock var programmet för 2000-2002 till omfattningen av värdet för befattningshavarna mer genröst tilltaget än vad som är brukligt.¹³⁷ Syntetiska optioner som sådana är enligt det vid tillfället gällande uttalandet från AmN inte problematiska principiellt sett. Dock uttalar nämnden att återhållsamhet skall iakttas vis utformningen av programmet så att allmänhetens förtroende för näringslivet upprätthålls. Den totala omfattningen av programmet skall stå i proportion till företagets storlek och ekonomiska situation och i övrigt vara rimlig i förhållande till mottagarens lön och ekonomiska förhållanden.¹³⁸ Resultatet av Sharetracker och Wealthbuilder blev onekligen att AmN:s om än luddigt formulerade principer frångicks. Aktiespararnas ägarstyrningspolicy underströk vidare att även andra incitamentsprogram än de som föranledde aktieägande skulle förses med en övre begränsning.¹³⁹

Även om styrelsen kan kritiseras för den något flata inställning till incitamentsprogrammets ständigt växande omfattning kan de i viss utsträckning freda sig med att de inte hade anledning att misstänka att deras direktiv inte följdes. På grund av vissa ledningspersoners vilseledande beredning av ärendena var det svårt att få en riktig bild av förloppet.¹⁴⁰ I det avseendet kan den *interna informationsspridningen* anses ha varit bristfällig. Det följer av ABL:s omsorgsplikt att styrelsen skall hålla sig underrättade och informerade. Beträffande den externa informationen, *redovisningen av ersättningsarna*, gällde då som nu att information om de beslutade optionsprogrammen omedelbart skall offentliggöras för aktieägarna och marknaden. Informationen skulle också finnas i årsredovisningen och omfatta vilka som omfattades av programmen, tilldelningens storlek,

¹³⁵ ABL 8 kap 35 §.

¹³⁶ Rodhe, s. 221.

¹³⁷ Programmet har dock ännu inte givit utdelning och det är tveksamt, med tanke på Skandiaaktiens kursutveckling, om det i praktiken blir någon ersättning att tala om.

¹³⁸ AmN uttalande 1994:6.

¹³⁹ Aktiespararnas ägarstyrningspolicy 1999, avsnitt 3.11.

¹⁴⁰ Skandiarapporten, s. 122.

premium, lösenpris, löptid och aktuell aktiekurs. I övrigt skulle även NBK:s rekommendationer iakttas.¹⁴¹ Beträffande Skandias incitamentsprogram gick kostnaderna inte att läsa ut ordentligt ur årsredovisningarna. Beloppen var bokförda men för Sharetracker och Wealthbuilder hade en halv miljard gjorts osynliga genom att förvandla till pensionspengar mm.¹⁴²

Revisorerna som granskade utfallet från Wealthbuilder förlängningen trots att det var synligt att taket hade sprängts och att styrelsebeslut med innebörd att ta bort taket saknades. Det är enligt Skandia-rapporten anmärkningsvärt att revisorerna inte påpekade för styrelsen att utfallet var drygt 606 miljoner större än vad de godkände. Revisorerna borde också ha uppmärksammat styrelsen på att de belopp som togs upp i årsredovisningen för 2000, som styrelsen godkände, inte tog upp de verkliga utfallet för Wealthbuilder.¹⁴³

Sammanfattningsvis kan konstateras att flera behörighets- och befogenhetsöverskridanden skedde inom ledningen och att dessa ageranden var associationsrättsligt lagstridiga. Dessutom åsidosattes lojalitetsplikten då flertalet incidenter visar prov på prioritering av personlig vinning framför bolagets intressen. Dessa kan i den mån de inte slukats av femårs preskriptionen föranleda ersättningsansvar.

4.3 Identifierade riskfaktorer – varför det blev skand(i)al

Innan den för uppsatsen centrala frågan kan besvaras måste först de potentiella faktorerna som höjer risken för missriktade ersättningar identifieras. Läsaren kan därigenom avgöra vilka av dessa faktorer som kan åtgärdas genom reglering och vilka faktorer som inte är frågor för reglering utan som marknaden helt enkelt måste vara varse. Utifrån händelserna i Skandia-affären skall i det följande bolagsstyrningens svaga länkar identifieras tillsammans med övriga brister, vilka möjliggjorde händelseförloppen. Några generella potentiella riskfaktorer skall också exemplifieras för att belysa i vilka delar regleringen av bolagsstyrningen behövt förstärkning för att undvika liknande framtida bolagsskandaler. Utöver exemplifieringen nedan finns givetvis ofta personliga faktorer såsom girighet och bristande lojalitet med i bilden som bidragande orsaker.

Spritt ägande och passiva institutionella ägare

Skandias diffusa ägarbild präglades och präglas fortfarande av institutionella placerare. Kapitalismens största trend fondägandet är en förklaring bakom mången företagsskandaler både i Sverige och internationellt.¹⁴⁴ Utan stora majoritetsägare med starka incitament att vara aktiva och egna

¹⁴¹ AmN 1994:6, se även AmN 1998:8 och NBK:s rekommendation angående ledande befattningshavares förmåner (1993-11-09).

¹⁴² Nachemson-Ekwall, s. 153.

¹⁴³ Skandiarapporten, s. 95.

¹⁴⁴ DN 8/5-04.

styrelseledamöter får ledningen mer fritt spelrum. Eftersom småsparare ofta saknar tid och kunskap att hålla sig underrättade om och införstådda med ersättningsfrågor saknar det ofta betydelse att de får fullständig och detaljerad information i kallelsen. I vakuumet mellan de små aktieägarna blir bolaget lättare utsatt för beslut färgade av personlig vinning för ledningen om inte de institutionella ägarna har en aktiv styrning. Bolag som domineras av enskilda privata ägare, som t.ex. Stefan Perssons H&M och Fredrik Lundbergs bolagssfär, har sällan kontroversiella ersättningspolicys.¹⁴⁵ Ansiktslösa ägare utan intresse för ägarstyrning har hitintills varit ett generellt problem, särskilt märkbart i bolag med spritt ägande. Den inaktiva ägar-trenden håller sedan flera år på att vända vilket inte minst märks på den stora uppsjö av ägarstyrningspolicys som producerats av de institutionella ägarna. För en beskrivning av den potentiella faran med passiva ägare hänvisas till avsnitt 2.2 ovan. De höga beloppen som ersättningarna ofta uppgår till i storföretagen kan i sig också förklaras av det spridda ägandet. Finns inga storägare med egna styrelseledamöter utan styrelsen hamnar ganska långt från ägarna blir lönesättningen i allmänhet generösare. Vet ledningen bättre än styrelsen vilka bolagets mål är stipulerar de således sina egna bonusmål. Det är inte märkligt att VD ersättningarna ser ut som de gör när ingen sitter på andra sidan förhandlingsbordet.¹⁴⁶

Missvisande eller manipulerbara redovisningsmodeller

I fallet Skandia rörde det sig om framåtblickande värdering av kontrakt som istället för att visa intäkter speglade framtida vinster. Detta behöver i sig inte vara problematiskt men om framtida vinster belönas utifrån nuvarande aktiekurstillväxt utan avräkning mot sämre år kan resultatet bli förfelat. Är variablerna och antagandena prognoser blir resultaten av programmen dessutom svåra för styrelsen och marknaden att överblicka.

Illa utformade belöningsystem

Listan kan göras lång med vad som brast i belöningsystemens villkor i fallet Skandia. Hade kassaflöde varit en variabel i bonusmålen eller hade incitamentsprogrammen inte avräknats årligen hade inte programmen genererat de enorma beloppen till sina mottagare. För att inte tala om betydelsen av att de saknade tak. För en allmän redogörelse av riskabla faktorer i belöningsystem hänvisas till kapitel 3 ovan.

Bristande transparens

Detta gäller såväl internt som externt då ledningens bör bevakas dels av styrelsen och i andra hand även av aktieägarna, marknaden och media. Saknas tillfredsställande rutiner för informationsflödet till styrelsen eller inom styrelsen, t.ex. när ordföranden beslutar självständigt i vissa ärenden utan att inbjuda styrelsen i sin helhet i beredningsarbetet, blir det svårare för

¹⁴⁵ Starka ägare med egna representanter i styrelsen och få oberoende ledamöter må stävja risken att ledningen skor sig på bolagets bekostnad. Det är emellertid viktigt att erinra att detta aktualiserar ett annat problem nämligen att storägarna skor sig på övriga ägares bekostnad; ett maktövertag som motiverar fler oberoende styrelseledamöter.

¹⁴⁶ Hans Tson Söderström under SNS seminarium 10/11-03.

styrelsen att fullfölja sin tillsyn över ledningen. Erfarenheterna från Skandia talar för att om styrelsen p.g.a. sin avsaknad av information om sambanden mellan incitamentsprogrammets utfall och de antaganden som ligger till grund för dem inte kunde dra i bromsen. Även marknaden behöver få tillgång till riktig information om bolagets ersättningar. Uppgifterna påverkar marknadens värdering av bolaget vilket speglas i börskursen. Sambandet fungerar för att disciplinera ledningen att inte förse sig i för stor utsträckning.

Flathet hos styrelseledamöter och ordförande

Skandia historien visar dessutom upp en bild av en styrelse som dels hade för dålig information men också en ovilja hos ledamöterna att sätta sig på tvären och opponera sig mot utvecklingen. Förtroendekommissionens betänkande pekar mycket riktigt ut brister i styrelsefunktionen som en av orsakerna till alltför vidlyftiga incitamentsprogram. Utan hänvisning till Skandia kan ett antal förtroendeskadliga tendenser hos styrelser pekas ut. Däribland bristande respekt för uppdraget innebörd, otillräcklig kunskap om bolaget, bristande omsorg och noggrannhet.¹⁴⁷ Något av det viktigaste inom bolagsstyrningen är just att styrelseledamöterna kan och vågar säga ifrån.¹⁴⁸ Utöver kunskap och omsorg måste det kunna begäras att ledamöterna är utrustade med den integritet och civilturage som behövs för att säga ifrån när de inte delar styrelsens uppfattning. En flathet i det här avseendet kan orsaka att styrelsen blir beroende av ledningen som i princip styr styrelsen p.g.a. dess informationsövertag. I och med att detta sker har aktieägarna förlorat sitt kontrollorgan. Det kan tänkas att problemet växer ju större styrelsen är då detta medför en känsla av mindre ansvar vilar på varje ledamot. En viss del av upphovet till problemet kan hänföras till ordförandeskiftet 1999 från Sven Söderberg till Lars Ramqvist. I boken om Skandia¹⁴⁹ beskrivs hur Söderberg hade börjat få svårt att tygla Petersson som i allt större utsträckning undanhöll upplysningar och till största del lyssnade till Spång och egna rådgivare. Ramqvist visade ett blygsamt intresse för sin nya ordförandepost och satte sig aldrig in i Skandia och dess verksamhet fondsparande. Han visade sig ha ännu svårare att öva tillsyn över Petersson. Ramqvist har i sin egenskap av ordförande beskrivits av andra styrelseledamöter som välförberedd och uppmuntrande i diskussioner, men trots det korrekta uppträdandet i praktiken oengagerad.¹⁵⁰ Att Petersson fick väldigt fria tyglar under styrelsen måste anses vara en väsentlig orsak till att han ohindrad lyfte taken på Sharetracker och Wealthbuilder och i övrigt satte sin personliga vinning framför sitt ansvar gentemot aktieägarna.

Styrelsers sammansättning

Styrelseledamöterna skall representera ägarna. I Skandia fanns eventuellt för många ledamöter som representerade andra än ägarna varför en viss skepticism i detta sammanhang kan riktas mot kraven på större andel

¹⁴⁷ SOU 2004:47, s. 201 och 205 f.

¹⁴⁸ DI.se 22/4-04.

¹⁴⁹ Nachemson-Ekwall, s. 151 f.

¹⁵⁰ Nachemson-Ekwall, s. 151 f.

oberoende ledamöter enligt amerikansk modell.¹⁵¹ Eftersom verkställande direktörer inte sällan även sitter i styrelser för andra företag kan situationer uppstå där beroende- och tacksamhetsförhållanden uppstår mellan VD och styrelseledamöter. Detta representerar ett potentiellt problem som kan resultera i felaktiga bedömningsgrunder för ersättningar och i förlängningen olämpliga ersättningar.

En haussad VD-roll

En ökad personfixering och ett begränsat utbud av VD kandidater kan medföra att marknaden betalar mer för sin ledning än vad som annars hade ansetts rimligt. Bilden av att VD och/eller ledningen ensam är att tacka för börsuppgången var tämligen spridd under börshaussen i slutet på 1999-2000. Jämförelser med utländska ersättningsnivåer och jämförelser mellan bolagen trissar upp ersättningarna och därmed ledningens krav. Sådana krav fick i fallet Skandia den konkreta följden att styrelsen, i rädsla att förlora de lönsamma medarbetarna på AFS verksamheten, godkände förlängning och borttagande av taket på Wealthbuilder. Detta kom att kosta aktieägarna stora pengar. Å andra sidan finns det i många fall anledning att betala en hel del extra för vissa nyckelpersoner, en lysande VD kan vara ovärderligt för ett företag.¹⁵² De extra nollorna skall dock vara befogade och inte bara vara en eftergift på den anställdes krav.

¹⁵¹ Sydsvenska Dagbladet 25/4-04.

¹⁵² Michael Jensen vid SNS seminarium 6/4-05.

5 Varianter på reglering

5.1 Sverige¹⁵³

Bortsett från regeringens förslag till lagstiftning i ett utkast till lagrådsremiss om ersättning till ledande befattningshavare (nedan omnämnd ”Lagrådsremissen”) har regleringen på området lön och bonus hitintills framförallt bestått av riktlinjer och rekommendationer från näringslivets branschorganisationer, d.v.s. självreglering. Den svenska aktiebolagslagen (1975:1385) lägger visserligen ramarna för hur aktiebolag ska styras men reglerar inte frågor om ersättning explicit. Nuvarande ABL innehåller likväl bestämmelser som är av betydelse i sammanhanget vilka ska redogöras för nedan tillsammans med nyheter från förslaget till ny aktiebolagslag (prop. 2004/05:85). Givetvis finns ytterligare lagregler som p.g.a. deras mindre direkta betydelse för frågan om ersättningar inte kommer att beröras. Däribland kan exempelvis nämnas propositionen om Förstärkt skydd för försäkringstagare i livförsäkringsbolag¹⁵⁴ som föranleddes av Skandia-affären. För vissa särtyper av bolag gäller dessutom specialregleringar. För banker gäller exempelvis lag om bank- och finansieringsrörelse (2004:297) och för försäkringsföretag (Skandia) är försäkringsrörelselagen (1982:713) det gällande associationsrättsliga regelverket. Med avsikt att göra följande redovisning mer generell redogörs dock istället för de lagar och självregleringar som gäller för vanliga aktiebolag. De materiella reglerna är huvudsakligen de samma avseende de frågor som granskas i denna uppsats.

Uppräkningen nedan av betydelsefulla självregleringar syftar inte heller till av vara uttömmande utan är en presentation av de mest uppmärksammade och/eller bredast tillämpliga regelverken. Den lagstiftning som redogörs för nedan är de lagar som är mest relevanta för frågan om ersättningar i marknadsnoterade aktiebolag. Det bör poängteras att betydelsen av övriga frivilliga regelverk har krympt betydligt sedan tillkomsten av Kodgruppens bolagsstyrningskod även om dessa varit viktiga förlagor och underlag till Kodgruppens förslag. Utöver dessa finns flertalet s.k. ägarpolicys om ersättningsprogram som individuella institutionella ägare på eget initiativ har gett ut samt rekommendationer från till exempel StyrelseAkademien¹⁵⁵ och Fondbolagens förening¹⁵⁶ och även bolagsinterna policys. Dessutom har

¹⁵³ Det pågår även ett omfattande arbete kring corporate governance och ersättningsfrågor på EG-nivå. Läsaren hänvisas till hemsidan för inre marknaden, <http://europa.eu.int/scadplus/leg/sv/s09000.htm>.

¹⁵⁴ Prop. 2003/04:109 som bl.a. föreslår att övergripande principer för ersättningsprogram till ledningen, anställda och säljare skall ingå i riktlinjer som försäkringsföretag skall upprätta för att undvika intressekonflikter, s. 46.

¹⁵⁵ Rekommendationerna för styrelsearvodet finns på <http://www.styrelseakademien.com/upload/dokument/godsedkort.htm>

¹⁵⁶ Föreningens ”Svensk kod för fondbolag” från 2004-12-06 på <http://www.fondbolagen.se/> ger rekommendationer om ersättningsprinciper till ledning och förvaltare.

regeringen beslutat om riktlinjer för anställningsvillkor till ledande befattningshavare i statliga bolag.¹⁵⁷ För fondbolag, värdepappersföretag och försäkringsbolag mm finns även föreskrifter rörande incitamentsprogram etc. utfärdade av FI. Se även OECD Principles of Corporate Governance som också innehåller rekommendationer beträffande ersättningar till ledande befattningshavare. Som nämnts ovan (se under 1.5) har regelverk om redovisning och revision i stor utsträckning hållits utanför uppsatsen och i detta sammanhang beskrivs endast ÅRL och de informationskrav som uppställs i bolagsstyrningskoden, Lagrådsremissen mm. Denna avgränsning har gjorts av utrymmesskäl och för att undvika upprepningar, för ytterligare information hänvisas läsaren till Redovisningsrådets rekommendationer,¹⁵⁸ Näringslivets Börskommitté,¹⁵⁹ och FAR.

5.1.1 Lagreglering

5.1.1.1 Aktiebolagslagen och nya Aktiebolagslagen

Indirekt har i princip hela ABL relevans för frågan om bolagsledningens ersättning men i detta sammanhang skall bara bestämmelser med mer direkt betydelse för belysas. Hänvisningar till ABL avser den nu gällande 1975 års ABL om inget annat anges, detta för att bättre illustrera den regleringen som funnits på området vid tillfället för Skandia-affären. Som nämnts ovan behandlas problematiken kring orimliga och oproportionerliga ersättningar inte konkret i ABL. Propositionen till en ny aktiebolagslag (prop. 2004/05:85) berör bara ämnet utanför den föreslagna lagtexten. Om de föreslagna åtgärderna i Lagrådsremissen träder i kraft vore så inte längre fallet men redan i dagsläget finns reglering i ABL som syftar till att förhindra missbruk av bolagsformen. ABL skissar upp två huvudsakliga grupper av skyddsobjekt; (minoritets-) aktieägarna och borgenärerna. Den aktuella problematiken med incitamentsprogram som inte är skäligen förhållande till bolagets resultat är i allmänhet en fara som drabbar aktieägarna snarare än borgenärerna även om också borgenärer, samhället och anställda har ett indirekt intresse av att ledningens ersättning är rimlig.

Aktiebolagslagen och dess förarbeten slår klart fast att ledningen till följd av sitt syssломannaskap gentemot ägarna har en *lojalitetsplikt* dvs. en skyldighet att fatta beslut i bolagets intresse.¹⁶⁰ Vad detta sedan i praktiken innebär är mindre tydligt då lojalitetsplikten svårligen kan ges ett konkret,

¹⁵⁷ Beslut från den 9 oktober 2003, www.regeringen.se/content/1/c4/23/58/4c1c5cee.pdf

¹⁵⁸ Särskilt uttalande URA 41 om Upplysningar om aktierelaterade ersättningar till anställda, <http://www.redovisningsradet.se/ura-pdf/URA41.pdf>

¹⁵⁹ Regler angående information om ledande befattningshavares förmåner (2002), http://www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Befattningshavare_2002_v2.pdf, och Exempel på hur upplysningar om ledningens förmåner kan lämnas i årsredovisningen, <http://www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Exempel.pdf>.

¹⁶⁰ Prop. 1975:103, s. 374 ff. För en mer utförlig redogörelse för ledningens lojalitetsplikt se Dotevall, s. 124 f.

objektivt innehåll. Klart är att lojalitetsplikten inte föranleder ansvar för ledningen för ”dåliga affärer”, utan ledningens subjektiva uppfattning om vad som är bäst för bolaget får anses vara utgångspunkten. Detta medför att icke affärsmässigt agerande av ledningen knappast kan straffas om en transaktion, exempelvis utbetalning av en orimligt stor bonus, kan ses som resultatet av en felaktig affärsmässig bedömning istället för ett åsidosättande av bolagets intressen. Lojalitetsplikten är således en, om än lagstiftad, svag kontrollmekanism.¹⁶¹ Den stipulerar också att den verkställande direktören aldrig får prioritera sina personliga intressen före bolagets eller utnyttja affärsmöjligheterna i bolaget för personlig vinning.¹⁶² Brott mot lojalitetsplikten kan föranleda skadeståndsansvar enligt ABL 15 kap 1 § eller till och med straffansvar enligt BrB 10 kap 5 § för trolöshet mot huvudman.¹⁶³

Eftersom styrelsen i allmänhet beslutar om ledningens ersättning kan en begränsning för storleken på ersättningarna anses följa implicit ur styrelsens ansvar att inte skada bolaget. Ersättningarna får inte vara så stora att de inte står i proportion till arbetsinsatsen eller på annat sätt är till skada för bolaget.¹⁶⁴ Om styrelsen med uppsåt eller oaktsamhet åsidosätter detta kan den, i vart fall teoretiskt, bli ersättningsskyldig för skadan.¹⁶⁵

ABL:s bestämmelser om *värdeöverföring* är inte tillämpliga på frågor om ersättning till ledningen eftersom bolaget måste kunna betala ut lön till anställda aktieägare utan att de särskilda regler som lagen uppställer om utbetalning av bolagets medel blir gällande. Löner etc. är typiska exempel på normala affärshändelser som uppenbarligen inte kan omfattas av begränsningarna beträffande värdeöverföringar.¹⁶⁶ När det gäller värdeöverföringar till andra än aktieägare är det visserligen en grundläggande princip att inget bolagsorgan får besluta om transaktioner som är uppenbart främmande för syftet med verksamheten, dvs. i de flesta fall att bereda vinst. Aktieägarna måste besluta om värdeöverföringen samfällt plus att transaktionen inte får strida mot reglerna om borgenärsskydd.¹⁶⁷ Ersättning till bolagsfunktionärer kan dock knappast vara *uppenbart* främmande för vinstsyftet, hur generösa de än må vara.

Gällande ABL garanterar viss *insyn*. En aktieägare har rätt att på begäran få information om ersättningsprogram från VD och styrelse i anslutning till bolagsstämman eftersom detta inverkar på bolagets ekonomiska situation.¹⁶⁸ Upplysningsplikten omfattar även förhållandet till andra bolag i samma koncern. Dessutom kan en enskild aktieägare initiera en diskussion om ersättningar på bolagsstämman genom sin rätt att påkalla att ett ärende

¹⁶¹ Bergström-Samuelsson II, s. 112 ff.

¹⁶² Smitt m.fl., s. 37.

¹⁶³ ABL 15 kap 1 och BrB 10 kap 5 §.

¹⁶⁴ Smitt m.fl., s. 70.

¹⁶⁵ ABL 15 kap. 1 §.

¹⁶⁶ Prop. 2004/05:85 avsnitt 11.2 s. 370.

¹⁶⁷ SOU 1997:168, s. 7.

¹⁶⁸ ABL 9 kap. 22 § 1 st.

behandlas på stämman.¹⁶⁹ Denna initiativrätt innebär troligtvis också att en aktieägare kan lägga fram förslag till riktlinjer för ledningens ersättning. Verkligheten har dock visat att dessa bestämmelser inte lyckats stävja utvecklingen och inte har fått till stånd den diskussion rörande ersättningarna som hade behövts i många bolag.¹⁷⁰

Beträffande själva *beslutandet om bolagsledningens ersättningar* finns förutom stämmans beslutanderätt om riktade emissioner enligt Leo-lagen (se nedan under 5.1.2) även rätt enligt ABL för stämman att ge styrelsen direktiv för ersättningar. Sådana direktiv är bindande för styrelsen.¹⁷¹ Det faller normalt inom styrelsens kompetens att fatta beslut om övriga ledningens ersättningar och i detta kan styrelsen anses ha ett ansvar enligt ABL 8 kap. 3 § att dessa blir ändamålsenliga.¹⁷² I praktiken är det ofta styrelseordföranden som beslutar om VD lönen efter att eventuellt ha konsulterat några styrelseledamöter.¹⁷³ ABL reglerar inte vem som ska besluta om *arvoden till styrelsen*. Dock brukar det anses ankomma på stämman att fatta beslut om dess arvode och tantiem. Detta följer naturligt av att styrelseledamöterna är jäviga enligt ABL 8 kap. 20 § när saken gäller avtal mellan dem själva och bolaget.¹⁷⁴ Vad beträffar *styrelsens tillsättning* är utgångspunkten i ABL är att det ligger på stämmans bord men någon närmare reglering av hur nominering skall gå till saknas.¹⁷⁵

Jävsreglerna i ABL är också av betydelse för ersättningsfrågor eftersom det kan hända att en befattningshavare är inblandad i beslut om den egna ersättningen och därvid företräder både sina egna och bolagets intressen. ABL 8 kap 20 och 28 §§ stadgar att styrelseledamot respektive VD inte får handlägga frågor om avtal där de själva har intresse. Om en jävig VD eller styrelseledamot deltar i ett beslut föranleder det ogiltighet enligt 8 kap. 35 §. Enligt ABL skall vidare en *revisor* väljas som granskar årsredovisningar och ledningens förvaltning utifrån gällande lag och god revisionsssed.¹⁷⁶ Denna tillsyn är ämnad att skydda bolagets huvudmän, aktieägarna och borgenärerna, men är en laglighetsgranskning och ingen allmän kontroll av lämpligheten i ledningens beslut och gjorda transaktioner.¹⁷⁷ Har inget lagbrott eller dylikt skett är revisorn enligt dagens ABL således ingen garant mot orimliga ersättningar.

Sammanfattningsvis kan konstateras att stämman redan idag genom tolkning av ABL har den rätt till insyn och beslutsmandat som nyare koder och lagförslag stipulerar. Skillnaden är dock att dessa mandat ska

¹⁶⁹ ABL 9 kap. 11 §.

¹⁷⁰ Lagrådsremissen avsnitt 5.3, s. 41.

¹⁷¹ Lagrådsremissen avsnitt 5.1, s. 39 och NJA 1960 s. 698 (som visserligen utgick från 1944 års ABL).

¹⁷² Lagrådsremissen avsnitt 5.5, s. 44 och 46.

¹⁷³ Dahlgren, s. 225.

¹⁷⁴ Johansson, s. 84 och vidare s. 337.

¹⁷⁵ Smitt m.fl., s. 30.

¹⁷⁶ ABL 10 kap. 1 och 3 §§.

¹⁷⁷ Bergström-Samuelsson II, s. 129.

tydliggöras och förstärkas för att mana aktieägare till aktivitet och för att underlätta öppenhet och diskussion.

Nyheterna i förslaget till ny ABL (prop. 2004/05:85)¹⁷⁸, som är av betydelse för det aktuella ämnet, är bl.a. bestämmelser som främjar en mer aktiv ägarroll. Detta påverkar indirekt frågan om ersättningar till ledningen men bakgrunden till förslagen är i det större perspektivet att ansvarstagande och aktiva ägare är ett centralt inslag i en fungerande marknadsekonomi.¹⁷⁹ Bl.a. föreslås ett system för insamlande av fullmakter inför bolagsstämman. Möjligheter för aktieägarna att delta i stämman på distans, t.ex. genom datoruppkoppling, diskuteras också.¹⁸⁰ Förslaget ger också bolaget möjlighet att ge ut teckningsoptioner direkt istället för att, som enligt den onödigt komplicerade ordningen idag, ge ut teckningsoptioner tillsammans med skuldebrev. Ändringen syftar till att underlätta tillskapande av vissa typer av incitamentsprogram. Vidare föreslås möjligheten för bolaget att ge ut ”enkla” teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev, istället för löpande dito. Konsekvensen bli att överlåtbarheten kan begränsas när detta anses behövligt.¹⁸¹

5.1.1.2 Leo-lagen

Lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m., den s.k. Leo-lagen, tillkom efter utredning av Leo-affären som befarades äventyra förtroendet för värdepappersmarknaden p.g.a. bristande etik. Under 1985 uppmärksammades en del oegentligheter i AB Leo där stämman under hösten 1983 beslutade genomföra en nyemission riktad till ledande befattningshavare i företaget och i närstående bolag inför den kommande börsintroduktionen. Samtliga aktier på stämman hade företräts av moderbolaget Wilh. Sonesson AB. Rätten att teckna aktierna var i förhållande till deras marknadsvärde vid börsnoteringen väldigt förmånlig och de inblandade personerna tillfördes stora värden på bolagets bekostnad.¹⁸²

Huvudregeln vi nyemission är att aktieägarna ska få företrädesrätt i nyteckningen.¹⁸³ Denna regel följer av att nyemissionen späder ut aktiekapitalet och därmed annars skulle missgynna befintliga aktieägare vars innehav inte växer proportionellt med aktiekapitalet. Företrädesrätten gäller utöver aktier även konvertibler och teckningsoptioner. Det förekommer dock att man vill göra avsteg från denna princip och göra en riktad emission

¹⁷⁸ Propositionen antogs av riksdagen den 16/6 2005. SFS 2005:551, nya ABL, träder i kraft 1/1 2006.

¹⁷⁹ Uttalanden från prop. 1997/98:99 s. 75 f i prop. 2004/05:85 s. 290.

¹⁸⁰ Prop. 2004/05:85 avsnitt 7.1-7.2, s. 89-312.

¹⁸¹ Prop. 2004/05:85 avsnitt 9.3.2, s. 341 ff.

¹⁸² Kågerman, s. 184, för en mer utförlig redogörelse av Leo-affären se rapport Ds Fi 1986:21 som avlämnades av Kommissionen för undersökning av vissa aktieemissioner m.m.

¹⁸³ ABL kap 4 § 2.

vilket kräver kvalificerad 2/3 majoritet på stämman.¹⁸⁴ Om bolaget t.ex. vill nyemittera till förmån för anställda i bolaget för utformning av aktierelaterade incitamentsprogram så krävs en än mer kvalificerad majoritet för att beslutet ska bli giltigt. Detta för att inte reglerna om nyemission ska kunna utnyttjas för att gynna bolagets funktionärer. Regleringen i Leo-lagen har visat sig vara ett mycket effektivt hinder mot sådant missbruk.¹⁸⁵

Leo-lagen skall tillämpas vid beslut om riktade emissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev till en viss krets av mottagare. Märk väl att utfärdande av köpoptioner *inte* omfattas av lagens tillämpningsområde.¹⁸⁶ Lagen stipulerar 9/10 majoritet vid beslut om eller godkännande av nyemissionen. Majoritetskravet avser både 9/10 av de avgivna rösterna och av de vid stämman företrädde aktierna (vilket innebär samma sak om inte aktierna har olika röstvärden). Den berörda kretsen av mottagare som aktualiserar lagen omfattar styrelseledamöter, suppleanter, VD, vice VD och andra anställda i bolaget eller i annat företag i samma koncern. På grund av kringgåenderisken är även emissioner riktade till dessa personers make, sambo och omyndiga barn också föremål för Leo-lagens regler liksom juridiska personer där någon av ovanstående har bestämmande inflytande.¹⁸⁷ Är det ifrågavarande bolaget inte ett aktiemarknadsbolag men är dotterbolag till ett sådant måste beslutet enligt Leo-lagens regler även godkännas i koncernens moderbolag. Det ges inget utrymme för stämman att bemyndiga styrelsen att besluta om en riktad nyemission eller ens att bestämma dess villkor. Själva genomförandet och verkställandet av en nyemission kan naturligtvis uppdras åt styrelsen.¹⁸⁸ Konsekvensen av ett åsidosättande av lagen föranleder att ett beslut som strider mot procedurreglerna blir ogiltigt.¹⁸⁹ Uppgift om nyemissionsbeslutets innehåll ska också enligt Leo-lagen lämnas i det emitterande bolagets förvaltningsberättelse.

I förslaget till ny aktiebolagslag har bestämmelserna från Leo-lagen förts in i den nya lagens kapitel 16 och ska då tillämpas på alla publika bolag och dotterbolag till sådana där Leo-lagen bara omfattar aktiemarknadsbolag och deras dotterbolag. De materiella reglerna är dock huvudsakligen oförändrade.

5.1.1.3 Årsredovisningslagen

Eftersom information och transparens är a och o i strävan att ge aktieägare större medvetenhet och därmed inflytande över ledningens löner och bonusar innehåller årsredovisningslagen 1995:1554 (ÅRL) bestämmelser

¹⁸⁴ ABL 4 kap. 2 § 2 st. för nyemission av aktier och 5 kap. 2 § 2 st. för konvertibler och teckningsoptioner.

¹⁸⁵ Aktiespararnas corporate governance policy, s. 23,

<http://www.aktiespararna.se/files/%C3%84garstyrningspolicy%200111.pdf>

¹⁸⁶ Kågerman s. 188.

¹⁸⁷ Leo-lagen 3-4 §§

¹⁸⁸ Rodhe, s. 238

¹⁸⁹ Leo-lagen 3 § é contrario.

om hur dessa ska redovisas. Lagen har förstärkts på denna punkt efter harmonisering med EG rätten genom prop. 2004/05:24 som syftat till att införa dels tillämpning av internationella redovisningsstandarder från den s.k. IAS-förordningen¹⁹⁰ och dels ändringar i redovisningsdirektiven¹⁹¹. Föreslagna ändringar och tillägg till ÅRL i Lagrådsremissen ska behandlas nedan under 4.1.4 och här behandlas huvuddragen av ÅRL i nuvarande lydelse.

Årsredovisningen skall innehålla tilläggsuppgifter om personalkostnader för styrelsen och de anställda. Räkenskapsårets kostnader för löner och andra ersättningar ska redovisas i dels en klumpsumma för styrelsen, VD, vice VD och dels en för övriga anställda. Tantiem och dylikt skall anges särskilt. Märk väl att utöver VD behöver inte ledande befattningshavares tantiem anges särskilt och deras löner plus bonus smälter in i klumpsumman med de övriga anställda.¹⁹² Eventuella kostnader för lön och annan ersättning till personer som tidigare varit styrelseledamöter eller VD skall också anges i ett sammanlagt belopp. Kostnader och förpliktelser för pensioner eller liknande förmåner till styrelsen och VD eller motsvarande skall uppges liksom för tidigare styrelseledamöter och VD. Avtal om avgångsvederlag till styrelse och övrig ledning ges en särställning då dessa skall uppges separat med angivande av huvuddragen i avtalsvillkoren.¹⁹³

5.1.1.4 Lagrådsremiss om ersättning till ledande befattningshavare

I väntan på att den nya aktiebolagslagen ska träda i kraft ansåg regeringen det angeläget att separat ta i tu med frågor knutna till ersättningar och incitamentsprogram för ledande befattningshavare för att de eventuella åtgärderna på det området ska kunna träda ikraft så snart som möjligt.¹⁹⁴ Förhoppningen var att de flesta bestämmelserna ska kunna träda i kraft redan den 1 juli 2005. Så blev det emellertid inte utan lagrådsremissförslaget har ännu inte lämnats till lagrådet.¹⁹⁵ I Lagrådsremissen om ersättning till ledande befattningshavare i näringslivet föreslår regeringen lagstiftning enligt Förtroendekommissionens betänkande SOU 2004:47 med syfte att göra ändringar i ABL för att stärka ägarnas inflytande i ersättningsfrågor, öka öppenheten och förbättra informationen om ämnet. Förslagen innehåller ändringar och tillägg för inkorporering i såväl befintliga som nya ABL. För enkelhetens skull beskrivs i det följande

¹⁹⁰ Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002 av den 19 juli 2002 om tillämpning av internationella redovisningsstandarder

¹⁹¹ Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/51/EG av den 18 juni 2003 om ändring av rådets direktiv 78/660/EEG, 83/349/EEG, 86/635/EEG och 91/674/EEG om årsbokslut och sammanställd redovisning i vissa typer av bolag, banker och andra finansinstitut samt försäkringsföretag

¹⁹² ÅRL 19 och 20 §§.

¹⁹³ ÅRL 22-25 §§.

¹⁹⁴ Lagrådsremissen avsnitt 4.1, s. 33.

¹⁹⁵ Senast kontrollerat hos Justitiedepartementet den 30 augusti 2005.

endast hur förslaget skulle se ut i nya ABL för att bättre illustrera hur ABL fortsättningsvis skall se ut. Det kan nämnas, något förenklat, att Lagrådsremissen utöver tillägg i ABL stadgar att motsvarande lösningar även ska tillämpas i respektive associationsrättsliga lagar för försäkringsbolag, värdepappersbolag, bankaktiebolag och spar- och medlemsbanker samt att kreditinstitut, värdepappersbolag, fondbolag, banker etc. skall anses vara publika aktiebolag vid tillämpning av årsredovisningslagens nya bestämmelser.

Nyheter i förslaget är bl.a. att bolagsstämman (som i Lagrådsremissen föreslås heta "årsstämman" i fortsättningen) i alla publika bolag ska fatta beslut om riktlinjer för bestämmande av ersättning till VD och andra anställda i bolagets och eventuella dotterbolags ledning (d.v.s. inte styrelseledamöter). Anledningen till att stämman inte bör besluta konkret om löner eller ens om de rörliga ersättningar till ledningen är helt enkelt att detta skulle föranleda stora praktiska problem och göra rekrytering och lönesättningen byråkratisk.¹⁹⁶ Styrelsen upprättar först ett förslag till riktlinjer för bolaget och eventuella dotterbolag som också ska omfatta information om tidigare beslutade ersättningar som ännu inte har utbetalats. Om förslaget inte dikterar ett bestämt belopp utan öppnar upp för att ersättningen blir beroende av vissa parametrar skall istället ersättningens art tydligt anges tillsammans med relevanta förutsättningar samt redovisa olika prognoser för vad ersättningsmodellen kan komma att kosta bolaget vid olika tänkbara utfall.¹⁹⁷ Detta förfarande ska också följas upp av revisorn som senast tre veckor före årsstämman ska lämna ett skriftligt yttrande till styrelsen om stämmans senast beslutade riktlinjer bedöms ha följts. Anser revisorn att riktlinjerna har frångåtts ska skälen för den bedömningen framgå och hela yttrandet ska sedan fogas till revisionsberättelsen.¹⁹⁸ Som underlag för stämmans beslut skall dessutom redovisningshandlingar hållas tillgängliga minst två veckor före stämman och kostnadsfritt sändas hem till aktieägare på begäran.¹⁹⁹ Årsstämman kan besluta om riktlinjer som avviker från styrelsens förslag men bara om detta uppenbart leder till lägre kostnader för ersättningarna än vad de av styrelsen föreslagna riktlinjerna skulle föranleda.²⁰⁰ Riktlinjernas innehåll bör vara konkret och får vara så långtgående som stämman finner bäst; de får men måste inte innehålla bestämda ersättningsbelopp, ersättningstak, förbud mot vissa typer av rörliga ersättningar eller utnämmande av en ersättningskommitté. Riktlinjerna skall vara bindande för att tillfredsställande kunna skydda mot olämpliga incitamentsprogram och för att möjliggöra ansvarstalan mot ledningen för brott mot dem. Även om detta sammantaget ger intrycket av en rigid och byråkratisk ordning skall nämnas att styrelsen alltid kan kalla till extra bolagsstämma för att lägga fram förslag till ändringar och motivering därtill. Vilken personkrets riktlinjerna skall omfatta är en

¹⁹⁶ Lagrådsremissen s. 5 ff., föreslagna lydelse av ABL kap. 7 § 11, § 61 och kap. 8 § 51, § 53 samt motivering s. 44 f.

¹⁹⁷ Lagrådsremissen s. 6-7, föreslagna lydelse av ABL kap. 8 § 52-53.

¹⁹⁸ Lagrådsremissen s. 7, föreslagna lydelse av ABL kap. 8 § 54.

¹⁹⁹ Lagrådsremissen s. 5-6, föreslagna lydelse av ABL kap. 7 § 25 och § 62.

²⁰⁰ Lagrådsremissen s. 6, föreslagna lydelse av ABL kap. 7 § 61, 2 stycket.

vanskelig fråga eftersom alla bolags organisationer ser olika ut. VD skall emellertid alltid ingå i kretsen vid sidan om andra ”ledande befattningshavare” vilket innebär personer med befogenhet och ansvar för ledning, planering och styrning.²⁰¹ Styrelse och VD ansvarar för att de av stämman stadgade riktlinjerna följs.²⁰² Skulle de besluta om ersättningar i strid med dem är bestämmelsen i ABL om brott mot föreskrift av annat bolagsorgan tillämplig. Detta innebär att ett ersättningsavtal med en befattningshavare som strider mot riktlinjerna ändå blir giltigt mot bolaget.²⁰³

Denna beskrivna beslutsprocess gäller för såväl lön som andra ersättningar och vanliga majoritetsregler skall gälla. Aktierelaterade bonusprogram som utgår från bolaget medelst riktade emissioner skall dock liksom tidigare beslutas enligt de särskilda reglerna i Leo-lagen som föreslås bli kapitel 16 i nya ABL.²⁰⁴ I fråga om styrelsearvoden upprättas inte riktlinjer utan beslut om arvode skall även i privata aktiebolag fattas av bolagsstämman avseende varje styrelseledamot var för sig. I praxis är det i dagsläget vanligt att stämman beslutar om en klumpsumma till styrelsen. Detta är dock enligt Lagrådsremissen inte optimalt då istället beslut på individnivå stärker aktieägarnas möjligheter att bedöma skäligheten i arvodena och ger dem större frihet att rekrytera ”dyra” styrelseledamöter.²⁰⁵ Att styrelsen inte först utarbetar riktlinjer som underlag till stämmans beslut är naturligt eftersom styrelsen inte bör föreslå sin egen arvodering då detta skulle kunna utnyttjas i bolag med passiva ägare.

I händelse av att dessa bestämmelser om beslut om ersättning inte följs, blir eventuella rättshandlingar som tillkommit i strid med dem inte gällande mot bolaget p.g.a. kompetensöverskridande.²⁰⁶

Liksom i Förtroendekommissionens betänkande²⁰⁷ görs bedömningen i Lagrådsremissen att lagregler inte bör införas som begränsar möjligheterna för stämman att besluta om vissa typer av ersättningar. Inte heller bör ett ersättningstak införas lagvägen. Avståndet från lagstiftning av detta slag motiveras med att ett förbättrat aktieägarinflytande torde effektivt kunna motverka olämpliga ersättningsprogram. Dessutom framhålles att en inskränkning i aktieägarnas beslutanderätt vore direkt olämplig inte minst på grund av de lagtekniska svårigheterna i att lagstifta på ett lämpligt sätt. Rörliga ersättningar som sådana har inte ansetts opassande principiellt.²⁰⁸

Lagrådsremissen förordar även ändringar och tillägg i Årsredovisningslagen för att säkra transparens beträffande ledande befattningshavares löner,

²⁰¹ Lagrådsremissen avsnitt 5.6.2-4, s. 47 ff.

²⁰² ABL 8 kap. 4 § 1 st. (8 kap. 3 § 1 st. i nuvarande ABL)

²⁰³ ABL 8 kap. 42 § 2 st. 2 men. (8 kap. 35 § 2 st. 2 men. i nuvarande ABL), Lagrådsremissen s. 57.

²⁰⁴ Lagrådsremissen s. 6, föreslagen lydelse av ABL kap 8 § 46 a

²⁰⁵ Lagrådsremissen s. 6, föreslagen lydelse av ABL kap 8 § 46 a och motivering s. 42 f.

²⁰⁶ ABL 8 kap. 42 § 1 st. (8 kap. 35 § 1 st. i nuvarande ABL)

²⁰⁷ SOU 2004:47 s. 225 f.

²⁰⁸ Lagrådsremissen avsnitt 5.2, s. 40 f.

bonusar mm. Som nämnts ovan (se ovan 4.1.3) stadgar ÅRL redan i dagsläget att ett sammanlagt belopp för ersättningar till styrelsen och VD skall anges i tilläggsuppgifterna i årsredovisningen och tantiem och liknande till dessa skall anges särskilt. Nyheten i förslaget är att beträffande publika aktiebolag skall det sammanlagda beloppet även omfatta lön och ersättning till andra ledande befattningshavare än VD plus ersättning till personer som tidigare har varit ledande befattningshavare men inte längre är det vid räkenskapsårets början. Det sammanlagda beloppet för styrelse, VD och övriga ledande befattningshavare skall preciseras genom angivande av hur beloppet fördelar sig på var och en av befattningshavarna. Även skyldigheten att särskilt redovisa tantiem och liknande ersättningar utvidgas till att även omfatta andra befattningshavare än endast styrelse och VD. Har bolaget anställda i flera länder skall uppgifterna redovisas särskilt för varje land.²⁰⁹ ÅRL stadgar att sammanlagda belopp för bolagets kostnader och förpliktelser för pensioner och liknande förmåner (läs: avgångsvederlag, s.k. fallskärmar) till styrelse och VD skall uppges som tilläggsuppgifter. Lagrådsremissen föreslår att denna uppgift även skall omfatta andra ledande befattningshavares pensioner m.m. samt precisera hur summan fördelar sig på var och en av befattningshavarna. Dessutom införs en helt ny bestämmelse som innebär att bolag som är skyldiga att besluta om riktlinjer för ersättning till ledningen, d.v.s. publika bolag, i sin förvaltningsberättelse skall ange de senast beslutade riktlinjerna samt styrelsens förslag till riktlinjer att presentera vid nästa bolagsstämma där styrelsen skall lägga fram årsredovisningen.²¹⁰

5.1.2 Självreglering

5.1.2.1 Svensk kod för bolagsstyrning

Genom ett regeringsbeslut i september 2002 tillsattes en utredning, Förtroendekommissionen, för att granska förtroendeskadliga företeelser inom det svenska näringslivet. Kommissionens uppgift var att upprätta en dialog med näringslivet och föreslå åtgärder för att förbättra förtroendet. Resultatet blev ett betänkande²¹¹ om näringslivet och förtroendet och ett förslag²¹² till svensk kod för bolagsstyrning utarbetat av den av Förtroendekommissionen tillsatta Kodgruppen. Efter ett remissförfarande och en livlig debatt bland remissinstanser, i näringslivet och media omarbetades koden till en ny version²¹³ i ett betänkande från Kodgruppen vilken redogörs för nedan.

Koden syftar till att vara en påbyggnad på bl.a. aktiebolagslagens regler och tar främst sikte på aktiemarknadsbolag men hoppas kunna tjäna som

²⁰⁹ Lagrådsremissen s. 19, föreslagen lydelse av ÅRL kap 5 § 20

²¹⁰ Lagrådsremissen s. 19-20, föreslagna lydelsena av ÅRL kap 5 § 22 och kap 6 § 1 a

²¹¹ SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet.

²¹² SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning.

²¹³ SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning.

förebild även för andra typer av företag. Dess största betydelse förväntas koden ha i företag med en bred ägarspridning (vilket var fallet i Skandia) och därför är det framförallt aktiemarknadsbolag som koden är ämnad för, framförallt stora sådana. Om än viktig även för små och medelstora börsbolag så kan koden bli onödigt långtgående och resurskrävande för dessa kategorier vilket gör det befogat för dem att redovisa fler motiverade avvikelser från kodens bestämmelser.²¹⁴ Bestämmelserna är i de flesta fall adresserade till styrelsen men vissa anvisningar är också riktade till bolagsstämman, revisorer och verkställande direktören. I kodens preambel betonas vikten av ett fungerande ägaransvar för marknadens riskkapitalförsörjning och för dess effektivitet och förnyelse.²¹⁵

För efterlevnaden av kodens bestämmelser har modellen ”följ eller förklara” valts vilket innebär att ett bolag som tillämpar koden får avvika från enskilda bestämmelser under förutsättningen att avsteget motiveras och skälen därför redovisas. Förebilden har varit de andra utländska uppförandekoder där principen ”comply or explain” tillämpats flitigt. Det understryks att en förklaring om avvikelse inte innebär ett brott mot koden utan detta kan vara helt förenligt med kodens syften. Följ eller förklara skänker viss flexibilitet och medför att kodens ribba kunnat ställas högre än om den hade utformats som en ministandard. Det problematiska med systemet är framförallt oklarheterna kring hur en motivering för avvikelse bör utformas och vem som skall avgöra vilka sådana som kan godtas. Om en avvikelse föranletts av exempelvis ett stämmobeslut får styrelsen ange detta som motivering om ytterligare skäl inte har redovisats av stämman. Tanken är sedan att marknaden och dess aktörer skall bedöma vilka avvikelser som är befogade med följd att obefogade avsteg från koden bestraffas med försämrat förtroende. För privata aktiebolag blir det istället ägarna som värderar skäligheten i avvikelserna.²¹⁶

Tillämpning av koden är än så länge i princip frivillig för såväl noterade som onoterade bolag. Dock skall alla bolag noterade på Stockholmsbörsen A-lista, och de noterade på O-listan med ett marknadsvärde över tre miljarder kronor, att följa koden med start den 1 juli 2005 eller senast i samband med nästa års bolagsstämma. Mindre bolag ges inledningsvis en periods dispens med tillämpning av koden.²¹⁷ Det blir alltså bindande för ovannämnda bolag att tillämpa koden med risk för att annars drabbas av disciplinära åtgärder eller att i värsta fall bli avlistade från börsen.²¹⁸ Det skall dock poängteras att bolagen naturligtvis ändå kan göra avsteg från enskilda bestämmelser förutsatt att avvikelserna förklaras och motiveras enligt ”följ eller förklara” modellen.

Kodens bestämmelser behandlar först bolagsstämman (kallelse, distansdeltagande, ledningens närvaro, ordförande och justerare, möjlighet

²¹⁴ SOU 2004:130, avsnitt 1.1-1.2 och 1.4, s. 8 ff.

²¹⁵ SOU 2004:130, s. 12, 16 f.

²¹⁶ SOU 2004:130, avsnitt 1.3, s. 10 f.

²¹⁷ DN.se den 8 april 2005, ”Börskod för bolagen införs i sommar”, Eva Odefalk.

²¹⁸ Exchange Rules, noteringsavtalet punkt 4.

för aktieägarna att ställa frågor mm) och sedan val, tillsättande och arvodering av styrelse och revisorer genom en valberedning. Därefter behandlas styrelsens sammansättning, uppgifter och arbetssätt varvid vikten av diversifiering, självständighet och oberoende understryks. Beträffande finansiell rapportering, extern- och internrevision stadgas styrelsen och ledningens ansvar för informationens tillförlitlighet. Dessutom skall inom styrelsen ett revisionsutskott tillsättas med ett särskilt ansvar att kvalitetssäkra och utvärdera revisionen. Kompletterande anvisningar om bolagsledningens uppgifter stipuleras samt hur deras ersättningar skall beslutas. Slutligen finns även krav på att i en till årsredovisningen fogad bolagsstyrningsrapport informera om hur bolaget tillämpar koden samt uppgifter om styrelse och VD och bolagets senast antagna ersättningsprinciper. I ett övergripande perspektiv främjar koden sammantaget ägarnas närvaro och aktivitet på stämmorna, försöker eliminera intressekonflikter genom klar arbetsfördelning och förbud mot vissa ”dubbla stolar” och uppställer krav på kontrollmekanismer och transparens. Nedan beskrivs mer ingående de regler som bedömts ha direkt betydelse för ersättning till styrelse och bolagsledning.

Inledningsvis är reglerna om styrelsens sammansättning och arbetssätt av viss betydelse för rimligheten i ersättningarna då en oengagerad, illa informerad styrelse kan, som vi bevittnad i fallet Skandia, bana väg för ersättningar som inte är i aktieägarnas intressen. Det är av största vikt att styrelsen inte sitter i knäet på den verkställande direktören samt att arbetsordningen uppmuntrar till att hela styrelsen är inblandad och insatt i ersättningsfrågor.

Koden stipulerar att tillsättandet av styrelsen skall ske för ett år i taget efter nominering genom en särskild valberedning innan valet sker genom beslut av stämman. Denna valberedning är självständig från styrelsen och tillsätts för att representera aktieägarna.²¹⁹ Inför nomineringen skall valberedningen bedöma bolagets behov och hur nuvarande styrelse uppfyller dessa. En kravprofil ska fastställas och sökandet på lämpliga kandidater skall genomföras genom en systematisk procedur varvid förslag från aktieägare skall beaktas. Valberedningens förslag skall presenteras i kallelsen till stämman och på bolagets hemsida. Både nya kandidater och styrelseledamöter som föreslås till omval skall presenteras utförligt på hemsidan med angivande av ålder, meriter, övriga uppdrag, aktieinnehav i bolaget, om de tidigare suttit i styrelsen och hur länge samt övrig information av betydelse. Om den föreslagna styrelseledamoten enligt valberedningen är att anse som oberoende gentemot bolaget och dess ledning och större ägare skall även detta anges. Styrelseordföranden skall också utses av bolagsstämman. Om valberedningen föreslår den avgående verkställande direktören som ordförande skall detta motiveras särskilt.²²⁰ Nomineringarna skall motiveras på bolagsstämman, särskilt då ingen

²¹⁹ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 2.1.1, 3.2.6, s. 20, 25.

²²⁰ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.4.1-3.4.2, s. 26.

förnyelse av styrelsen föreslagits. Nominerade personer skall närvara på stämman för att svara på eventuella frågor.²²¹

Vad beträffar styrelsens sammansättning föreskriver koden en bredd som är ändamålsenlig utifrån bolagets behov. Målet skall vara att diversifiera styrelsen med hänsyn till kompetens, erfarenhet, kön och bakgrund och att skilja den från ledningen genom att bara tillåta en person från ledningen att vara styrelseledamot. Det understryks också att styrelsen inte bör vara större än att arbetsformerna blir enkla och effektiva.²²² En nyhet för svensk associationsrätt är den föreslagna ordningen med oberoende styrelseledamöter. Koden föreskriver att majoriteten av ledamöterna skall var oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning. Det preciseras att en ledamot inte är oberoende om han:²²³

- är eller under de senaste fem åren har varit VD i bolaget eller närstående bolag,
- är eller under de senaste tre åren har varit anställd i bolaget eller närstående bolag,
- mot icke obetydlig ersättning utför tjänster eller ger råd, utöver styrelsearbetet, på uppdrag av bolaget, närstående bolag eller person i ledningen,
- har eller under det senaste året haft omfattande affärsförbindelser (med undantag för gängse förbindelse som bankkund) med bolaget eller närstående bolag,
- är eller under de tre senaste åren har varit delägare eller anställd hos bolagets eller ett närstående företags nuvarande eller dåvarande revisor,
- tillhör annat bolags ledning om styrelseledamot i det bolaget tillhör ledningen i det ifrågavarande bolaget,
- har varit ledamot i mer än tolv år, eller
- står i nära släkt- eller familjeförhållande med någon av ovanstående eller någon som i övrigt har så omfattande mellanhavanden med bolaget.

Minst två av de enligt ovan oberoende styrelseledamöterna skall dessutom vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare, dvs. ägare som kontrollerar tio procent av aktierna eller rösterna.²²⁴

I samband med kodens bestämmelser om styrelsens uppgifter anges att styrelsen å ägarnas vägnar löpande skall utvärdera bolagets operativa ledning, särskilt VD: s arbete.²²⁵ Detta kommer sedermera att ha betydelse för styrelsens förslag till riktlinjer för ledningens ersättning eftersom ledningens prestation blir tydligare uppmärksammas. Styrelseledamot är skyldig att ägna uppdraget erforderlig tid och omsorg och skall självständigt

²²¹ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 2.2.1-2.2.5, s. 21 f.

²²² Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.2.1-3.2.3, s. 24.

²²³ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.2.4, s. 24 f.

²²⁴ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.2.5, s. 25.

²²⁵ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.1.1, 3.5.3, s. 23, 28.

bedöma styrelsens ärenden och föra fram sin uppfattning och sitt ställningstagande. Detta följer redan av ABL men blir i och med koden explicit reglerat.²²⁶ När det bedöms som behövt skall ledamoten begära kompletterande information och han/hon skall alltid vara kunskapsmässigt uppdaterad om bolagets verksamhet mm.²²⁷ Ordföranden skall verka för en öppen och konstruktiv diskussion vari samtliga ledamöter deltar och sörja för att styrelsen alltid har tillfredsställande information. För att ytterligare säkerställa att styrelseledamöterna kan sätta sig in i frågorna föreskrivs att beslut inte får fattas i ett viktigt ärende som inte upptagits på dagordningen om inte styrelsen enhälligt beslutar att så ändå kan ske.²²⁸ Flertalet utländska corporate governance koder uppställer krav på ett styrelse biträde eller sekreterare, normalt en jurist som tillser att styrelsearbetet bedrivs på ett korrekt sätt samt sköter dokumentering från sammanträdena. En sådan styrelsesekreterare föreskriver även den koden.²²⁹

I kodens finns ett avsnitt med regler som förordar en transparent process för fastställande av ersättningsprinciper till bolagets ledning. Där föreskrivs att styrelsen ska inrätta ett ersättningsutskott för beredning av dessa frågor. Ersättningsutskottet skall bortsett från ordföranden bestå av idel oberoende styrelseledamöter. På ordinarie bolagsstämma skall styrelsen lägga fram förslag till principer för ersättning och andra anställningsvillkor. Dessa förslag skall sedan bli föremål för stämmans godkännande. För att ge aktieägarna bästa möjlighet att ta ställning till förslagen skall dessa återfinnas på såväl kallelsen som bolagets hemsida. Förslaget skall specificera förhållandet mellan fast och rörlig ersättning, sambandet mellan prestation och ersättning och de huvudsakliga villkoren för bonus- och incitamentsprogram, pension, avgångsvederlag och andra förmåner. Den berörda kretsen av befattningshavare skall också anges i styrelsens förslag och en anmärkning skall göras om de föreslagna principerna avviker väsentligt från tidigare godkända principer.²³⁰ När ersättningsprinciperna väl är godkända skall styrelsen utifrån dessa fastställa verkställande direktörens lön och bonus med en lön och bonus till övriga ledande befattningshavare beslutas av VD: n utifrån stämmans principer.²³¹ Vad beträffar aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram går koden än längre; stämman skall inte bara godkänna principer utan ta beslut om det faktiska incitamentsprogrammet efter förslag av styrelsen. Beslutet skall innefatta ett tak för hur många instrument som kan komma att utfärdas, villkoren för tilldelning i stora drag och för värdering av instrumenten samt inom vilken tid instrumenten skall ha utfärdats och överlåtits till mottagarkretsen.²³²

Vad avser arvoden och övriga ersättningar till styrelsen är det stämman som skall besluta om dessa. De beslutade arvodena delas upp mellan ordföranden

²²⁶ Smitt m.fl., s. 33.

²²⁷ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.3.1-3.3.3, s. 26.

²²⁸ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.4.4, 3.5.4, s. 27 f.

²²⁹ Smitt m.fl., s. 35.

²³⁰ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 4.2.1-4.2.2, s. 31 f.

²³¹ Smitt m.fl., s. 38.

²³² Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 4.2.3, s. 32.

och övriga ledamöter. Koden föreskriver att styrelsen inte skall ingå i aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram som är riktade till bolagsledning eller andra anställda. Däremot kan ett särskilt incitamentsprogram riktas mot styrelsen om stämman beslutar om detta och anger villkoren och ett tak för antalet instrument som kan utfärdas.²³³

Den i koden föreskrivna ordningen för bestämmande av ersättning till styrelse och ledning förutsätter information och transparens för att få önskat resultat. Det krävs interna informationsströmningar så att förslag till löner, bonusar och incitamentsprogram granskas av många ögon. Om aktieägare på stämman skall kunna göra välvägda beslut om ersättningsprinciper respektive styrelsearvoden mm krävs att de har fått tillfredsställande information i god tid.

På grund av svårigheterna för enskilda aktieägare att sätta sig in i ersättningsfrågor skall revisorn tillvarata deras intressen och granska redovisning och förvaltning. Koden ställer vissa krav på de finansiella rapporterna och stipulerar att styrelsen och VD:n skall lämna en försäkran att dessa, såvitt de känner till, överensstämmer med god revisionsred och att lämnade uppgifter är riktiga och att inget av vikt har utelämnats.²³⁴ I syfte att stärka den interna kontrollen skall även en rapport om den finansiella rapporteringens organisation och fungerande avges av styrelsen.²³⁵ För att kvalitetssäkra de finansiella rapporterna och utvärdera revisionen skall styrelsen inrätta ett revisionsutskott. Revisionsutskottet skall bestå av minst tre ledamöter varav majoriteten skall vara oberoende. Person som ingår i bolagsledningen får inte ingå i utskottet.²³⁶ Dessutom behövs en tillförlitlig och saklig extern informationsgivning för att marknaden och media skall kunna utöva sin roll som granskare av bolagets ersättningsprogram och avgöra när motiverade avsteg från koden är befogade. Styrelsen skall enligt koden sörja för att den externa informationsgivningen är öppen och relevant.²³⁷

Kodens förvaltning skall ombesörjas av Kollegiet för svensk bolagsstyrning, en ideell förening organiserad av Svenskt Näringsliv, Svenska Bankföreningen, Stockholms Handelskammare, FAR, Stockholmsbörsen m.fl. Kollegiet består av många namn från näringslivet som även känns igen från Kodgruppen som utarbetade koden. Kollegiet skall främja och vid behov förnya koden; ett normgivande men inte dömande organ.²³⁸

²³³ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 2.2.6-2.2.7, s. 22.

²³⁴ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.6.1-3.6.2, s. 28 f.

²³⁵ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.7, s. 29.

²³⁶ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.8.2-3.8.3, 29 f.

²³⁷ Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130, 3.1.1, s. 23.

²³⁸ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Waymaker 28/2-05

5.1.2.2 Stockholmsbörsens noteringsavtal

Bolag som är noterade på Stockholmsbörsen är avtalsrättsligt bundna av börsens noteringsavtal. Reglerna är inte självreglering i någon egentlig mening eftersom de är kontraktsrättsligt bindande för de aktuella bolagen även om marknadsnoteringen i sig visserligen är frivillig.

Börsreglerna innehåller framförallt krav på information och tydlig redovisning. Styrelsen föreskrivs föga en särskild rapport till årsredovisningen som beskriver styrelsens arbete under året. Rapporten skall innehålla uppgifter om antalet styrelsesammanträden, eventuella beslutade kompensationer och tillsättande av revisionskommittéer och en beskrivning av de viktigaste ärendena som behandlats under året. Rapporten underlättar för aktieägarna att bedöma styrelsens insatser.²³⁹ Utöver detta så kräver börsen av sina noterade bolag att deras årsredovisningar innehåller en detaljerad redogörelse för alla utestående aktierelaterade incitamentsprogram. Informationen skall beskriva programmens potentiella effekter på bolagets finansiella resultat. För närmare ledning om hur posterna skall redovisas hänvisar noteringsavtalet till bl.a. Redovisningsrådet och Näringslivets Börskommitté.²⁴⁰ I händelse av att betydande ändringar görs i den redovisade informationen om bolagets incitamentsprogram skall ändringarna anges i påföljande interimrapport.²⁴¹ Beslut om avtal och transaktioner mellan bolaget och styrelseledamöter, anställda eller dylikt (här avses samma krets som i Leo-lagen 4 § 1 st. punkt 1-6) skall genast publiceras om inte avtalet respektive transaktionen är oväsentlig för utvecklingen av bolaget behandling av aktieägarna. Som ett mer långtgående komplement till Leo-lagen åläggs också bolaget att vidta vissa åtgärder i anledning av att aktier i ett dotterbolag överlåts till en bolagsfunktionär (kretsen sammanfaller med ovannämnda bestämmelse i Leo-lagen). Bolagsstämman i moderbolaget måste godkänna överlåtelsen, styrelsen skall anlita en oberoende expert för värdering av aktierna och skall upprätta en rapport om transaktionen som skall offentliggöras tillsammans med den oberoende värderingen på bolagets hemsida och på stämman.²⁴² Bestämmelserna syftar till att neutralisera risken att bolagsfunktionärer utnyttjar sin informationsfördel till att utforma lukrativa aktieöverlåtelser mot aktieägarnas intressen. Stockholmsbörsens regler är många gånger inkorporeringar eller hänvisningar till frivilliga regelverk som då blir bindande i och med noteringsavtalet. Vid brott mot börsreglerna står sedvanliga avtalsrättsliga sanktionsmöjligheter till buds.²⁴³ Avsteg kan sanktioneras av Börsens disciplinnämnd.²⁴⁴ Därutöver föreskrivs att bolag som inte efterlever reglerna i värsta fall riskerar avlistning.²⁴⁵

²³⁹ Exchange Rules 2003/2004, noteringsavtalet, Appendix 1, punkt 9.

²⁴⁰ Exchange Rules 2003/2004, noteringsavtalet, Appendix 1, punkt 10.

²⁴¹ Exchange Rules 2003/2004, noteringsavtalet, Appendix 1, punkt 15.

²⁴² Exchange Rules 2003/2004, noteringsavtalet, Appendix 1, punkt 26-27.

²⁴³ Sandeberg, s. 36.

²⁴⁴ Smitt m.fl., s. 25.

²⁴⁵ Exchange Rules 2003/2004, noteringsavtalet punkt 4.

5.1.2.3 Aktiemarknadsnämndens praxis avseende god sed på aktiemarknaden

Aktiemarknadsnämnden (AmN) bildades 1986 för att förbättra självsaneringen på aktiemarknaden och därmed avstyra hotet om lagstiftning på området. AmN inriktar sina krafter på att definiera och sprida god sed på aktiemarknaden och ger ut information och rådgivning. Nämnden uttalar sig också i specifika fall och avger yttranden till domstolar och andra myndigheter. Rekommendationerna väger tungt även om AmN saknar egna sanktionsmedel.²⁴⁶ AmN fungerar som normgivare även om dess uttalanden inte är bindande annat än moraliskt. Nämnden består av en ordförande, högst fyra vice ordföranden och högst 20 ledamöter som är advokater, domare, företagsledare, revisorer mm. Därutöver har nämnden en expertpanel till sitt förfogande.²⁴⁷ AmN har gett ut flera uttalanden som har relevans för bolagslednings ersättning.²⁴⁸ I detta sammanhang behandlas dock endast principuttalande 2002:1 om incitamentsprogram och 1994:7 om styrelsearvoden som de mest aktuella uttalandena. AmN uttalande om incitamentsprogram anger hur ett bolag skall utforma, besluta, värdera och informera om sina incitamentsprogram för att agera i enighet med god sed på aktiemarknaden.

Inledningsvis behandlas program baserade på *aktier, konvertibler eller teckningsoptioner*. Det stadgas att beslut om dessa emissioner skall ske enligt Leo-lagen men att lagens beslutsregler och majoritetskrav skall utsträckas till att även tillämpas om förmånstagarna tidigare har tillhört den i lagen angivna personkretsen, och således haft möjlighet att påverka utformningen av programmet. Detsamma gäller person som är på väg att tillträda post inom kretsen. Leo-lagen skall också iakttas om emissionen går till så att instrumenten emitteras till tredje man, t.ex. ett dotterbolag som sedan enligt avtal överlåter instrumenten till den anställde. Även i övrigt är uppenbara kringgåenden av Leo-lagen inte förenligt med god sed på aktiemarknaden. Eftersom det är stämman som skall besluta om programmen måste ägarna förses med adekvat information för bedömning av instrumentens marknadsvärde och det pris till vilket de erbjuds. Därmed inte sagt att inte programmet får subventioneras av bolaget eller erbjudas den anställde gratis.²⁴⁹ Vad beträffar tilldelningens storlek ser AmN ingen anledning att ange en godtagbar relation mellan tilldelningens storlek och exempelvis lönen utan tilldelningen skall helt enkelt vara rimligt tilltagen. Rimligheten kan bedömas mot bakgrund av bolagets storlek, konkurrenssituation och internationella utbredning samt en samlad bedömning av den anställdes omständigheter.²⁵⁰ Beträffande *utspädningen* har AmN medvetet underlåtit att stipulera en övre gräns för vad som är en

²⁴⁶ Smitt m.fl., s. 26

²⁴⁷ Kägerman s. 102.

²⁴⁸ för en sammanfattad redogörelse för AmN:s tidigare praxis och principer på området se Kristiansson, kapitel 7 och 14.

²⁴⁹ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 2.1 och 2.3.

²⁵⁰ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 2.4.

acceptabel procentsats.²⁵¹ Det kan dock tjäna som tumregel även numera att det tidigare rekommenderades att utspädningen inte översteg fem procent.²⁵² Detta är dock endast ett riktmärke och i företag med humankapital som främsta tillgång har tre gånger så stora utspädningsgrader i specifika fall ansetts förenliga med god sed på marknaden.²⁵³

För incitamentsprogram som utgörs av *syntetiska optioner*, *personalooptioner* och dylikt gäller istället att beslut om dessa kan fattas av styrelsen. Denna mildare regel gäller med hänvisning till att programmen inte leder till utspädning av aktiekapitalet. Dock står styrelsen då som garant för att programmet ligger i ägarnas intressen och är förenligt med god sed på aktiemarknaden. I de fall programmets framtida infriande skall säkras av ett arrangemang där aktier, konvertibler eller teckningsoptioner emitteras till tredje man, som enligt avtal med bolaget utnyttjar dessa för betalande av programmets utfall, skall Leo-lagen tillämpas vid beslutet.²⁵⁴ Viktigt är också att aktieägarna informeras om de kostnader programmet potentiellt kan generera för bolaget genom olika kursprognoser, detta oavsett om de skall besluta i frågan om programmet. Ägarna skall även informeras om optionernas faktiska eller beräknade marknadsvärde och om eventuella subventioner av programmet kommer att ges förmånstagarna. Tilldelningen skall även i dessa program vara av rimlig storlek. Om en riktad emission inte blir fulltecknad bör en anställds outnyttjade teckningar inte få övertas av andra i programmets tilldelningskrets.²⁵⁵

Den tredje gruppen av incitamentsprogram som behandlas i AmN uttalandet är de som baseras på *köpooptioner utställda av annan än bolaget*. Här gäller inledningsvis att om en anställd på eget bevåg och till marknadsmässiga villkor förvärvat optioner i bolaget där denne är anställd föranleder detta inga andra åtaganden än informationsgivning. Beslut bör däremot alltid tas i styrelsen om program som arbetsgivarbolaget tar initiativ till eller annars medverkar till. Ett optionsförvärv bör även underställas styrelsen för godkännande om villkoren vid förvärv från fristående part inte varit marknadsmässiga. Stämman skall besluta om utfärdandet av optioner för incitamentsprogram till anställda i ett dotterbolag, beslutsformerna skall därvid följa Leo-lagens regler. Det är inte oförenligt med god sed att bolaget bidrar ekonomiskt till de anställdas optionsförvärv men tilldelningens storlek skall, liksom stipulerats för andra former av incitamentsprogram, vara rimlig.²⁵⁶

Enligt AmN finns inget principiellt hinder mot att *styrelseledamöter* kan ingå i incitamentsprogram förutsatt att de inte själva berett förslaget till stämman då detta konstituerar jäv. Dock skall vissa regler iakttas vid incitamentsprogram till styrelsen. Exempelvis borde styrelseledamöter inte

²⁵¹ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 2.2.

²⁵² Kågerman, s. 187.

²⁵³ AmN 1998:6.

²⁵⁴ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 3.1.

²⁵⁵ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 3.2-3.3.

²⁵⁶ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 4.1.1 och 4.2-4.3.

delta i program avsedda för ledande befattningshavare eller hela personalen om inte särskilda skäl motiverar detta.²⁵⁷ Incitamentsprogram avsedda endast för styrelsen finns det har AmN dock inga principiella invändningar mot förutsatt att de inte beretts av styrelsen eller bolagsledningen utan av ägarna eller valberedningen.²⁵⁸ Leo-lagen skall då tillämpas vid stämmans beslut och programföreslaget skall inte föras fram av styrelsen. Om det rör sig om köpoptioner utfärdade till ledamot av tredje man räcker det med att deltagandet i programmet i efterhand godkänns av stämman, med enkel majoritet.²⁵⁹

Avslutningsvis anger AmN att beslut om incitamentsprogram som skett enligt Leo-lagen inte kan strida mot god sed på aktiemarknaden med mindre att starka skäl anförs för motsatsen. En förutsättning för god sed är dock även att stämman givits adekvat information till grund för sitt beslut. AmN ger i det sammanhanget en icke uttömmande uppräkningslista av vad informationen bör specificera och anger även formerna för informations-spridningen.²⁶⁰ Sammantaget betonar AmN att utspädningsgraden, kretsen av berättigade, tilldelningens storlek och villkor och övriga faktorer skall vara rimligt avvägda. Det framgår även av uttalandet att även om ett incitamentsprogram villkor m.m. inte principiellt anges vara olämpliga kan omständigheterna föranleda att dess tillkomst eller villkor ändå är oförenligt med god sed.

5.1.2.4 Aktiespararnas ägarstyrningspolicy

Sveriges Aktiespararnas Riksförbund bildades 1966 och verkar för de små aktieägarnas intressen. Aktiespararna har vunnit allmän auktoritet hos aktiemarknadens alla aktörer och en av de mer kända interventionerna som bär Aktiespararnas sigill är blockerandet av Volvo-Renault affären 1993.²⁶¹ Förbundet bevakar bolagsstämmor och analyserar även företagets förslag till optionsprogram. Lite kuriosa i sammanhanget är att Aktiespararna upprepade gånger sa nej till Skandias vidlyftiga optionsprogram. Enligt egen utsago är det enbart tack vare förbundet som alla oegentligheterna i Skandia uppdagades då det var Aktiespararna som på bolagsstämman 2003 krävde en granskning av transaktionerna mellan Skandia och Skandia Liv, ersättningar och förmåner m.m.²⁶² Aktiespararna har även utfärdat en ägarstyrningspolicy som kom ut första gången 1993 och skall betraktas som en rekommendation.

Ägarstyrningspolicyn hänvisar till informationskraven som stipuleras av NBK och utpekar i övrigt huvudsakligen samma principer för utformning och redovisning av ledande befattningshavares ersättning som återfinns i

²⁵⁷ Exempel på ett sådant skäl anges vara att ledamoten även är verksam i bolaget på samma sätt som en anställd.

²⁵⁸ Smitt m.fl., s. 31.

²⁵⁹ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 2.5 och 4.4.

²⁶⁰ AmN uttalande 2002:1, avsnitt 5.

²⁶¹ Smitt m.fl., s. 26.

²⁶² http://www.aktiespararna.se/omoss/detta_r_aktiespararna/var_historia.asp

andra ovanbeskrivna regelverk, bl.a. bolagsstyrningskoden. Överlag är den normativa tröskeln ibland något högre i ägarstyrningspolicyn. Aktiespararnas ersättningspolicy ansluter vidare till vissa riktlinjer om information som stadgas i andra självregleringar men har i vissa fall gått steget längre angående incitamentsprogramms utformningar. Aktiespararnas policy bygger således på principer som återfinns i andra ovanbeskrivna regleringar. I detta sammanhang redovisas endast de principer som innebär en nyhet i förhållande till andra. Bland annat var Aktiespararna bland de första rösterna som förordade en ersättningskommitté för beredningar och beslut av ledningens ersättningar. Aktiespararna gör vidare gällande att en befattningshavares ersättning bör spegla personens ansvar och betydelsen av dennes uppdrag varvid prestationsbaserade, särskilt aktierelaterade, ersättningar rekommenderas. Det betonas att erbjudande om deltagande i aktierelaterat incitamentsprogram måste ske för att skapa framtida incitament och inte som ersättning för redan utförda prestationer. Av den anledningen bör lösenpriset överstiga den aktuella marknadskursen. Konvertibler och teckningsoptioner bör ha en löptid på fyra till fem år. Konverteringstid och teckningstid bör anpassas så att instrumentet löper en längre tid innan konvertering eller teckning är möjlig. Konvertibelns räntesats bör vara lägre marknadsräntan. Eftersom syftet med optioner ofta också är att långsiktigt göra de anställda till aktieägare bör bolaget genom exempelvis information försöka motivera de anställda att behålla såväl optionerna som aktierna efter konvertering eller lösen. Programmen måste dessutom ha tak för maximalt utfall och vara utformade att generera aktieägarvärde eftersom det är aktieägarna som betalar notan för ersättningarna antingen genom utspädning av sitt aktiekapital eller genom bolagets förhöjda lönekostnader. Vidare anges att styrelseledamöter normalt inte bör få delta i incitamentsprogram utan bör vara direktägare av aktier. I undantagsfall kan det dock vara motiverat att styrelsens ledamöter erhåller teckningsoptioner förutsatt att det sker på förslag av en oberoende nomineringskommitté som stämman tillsatt. Utformningen skall lämpligen uppdras åt ett värderingsinstitut. Programmet skall vidare utformas så att det inte påverkas av enskilda händelser. Avtalade avgångsvederlag plus uppsägningslön bör i allmänhet inte överstiga två årslöner och bör bortfalla om den avgående VD: n på eget initiativ säger upp sig eller om denne misskött sig allvarligt.²⁶³

5.1.2.5 Svenskt Näringslivs vägledning för ersättningar

I mars 2004 lanserade Svenskt Näringsliv sin vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare. Dessa rekommendationer innebär i stor utsträckning en överlappning av andra ovanbeskrivna regelverk varvid här endast skall beskrivas översiktligt vilka principer som stadgas. Vägledningen betonar betydelsen av information till marknad och aktieägare och anger hur informeringen bör ske. Vidare stipuleras att aktierelaterade incitamentsprogram alltid skall beslutas av stämman och att dessa skall ha beloppsbegränsningar. Styrelsen bör i sin

²⁶³ Aktiespararnas ägarstyrningspolicy.

helhet besluta om övriga ersättningar och vikten av tydliga kriterier och rutiner i styrelsens beredning understryks särskilt. En rekommendation, direkt avsedd att minska allmänhetens misstänksamhet mot näringslivets ersättningssystem, är att styrelsen bör göra en särskild bedömning av hur omvärlden kan uppfatta rimligheten i ersättningarna.²⁶⁴

²⁶⁴ Svenskt Näringslivs vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare.

6 Lagstiftning kontra självreglering

Det går inte att entydigt peka ut vare sig lagstiftning eller självreglering som den vinnande metoden för stävjande av ett visst beteende. Det beror bl.a. på rättsområdet som är i fråga eftersom olika former av reglering lämpar sig olika bra för olika delar av civilrätten. Man måste också ta hänsyn till olika intresseaspekter; medan lagreglering kan vara ett starkt verktyg för att skapa god efterlevnad kan självreglering vara bättre anpassat för en optimalt effektiv marknad. I följande kapitel skall inledningsvis perspektivet breddas till att titta på allmänna för- och nackdelar med lagstiftning respektive självreglering inom civil- och associationsrätten. Därefter analyseras mer specifikt de aktuella uttrycken för lag och självreglering, Lagrådsremissen och bolagsstyrningskoden, och deras styrkor utifrån ämnet bonus och ersättningsfrågor. Regleringsåtgärderna kommer dels att diskuteras i ljuset av Skandia-affären och sedan även med beaktande av deras för- och nackdelar i andra avseenden.

6.1 Ett allmänt perspektiv

Inför utvärderingen av den befintliga regleringen på området kan det vara värdefullt att belysa några aspekter av den generella frågan: lag eller självreglering. Oavsett vilket problem en rättslig åtgärd är avsedd att avhjälpa bör en god avvägning mellan olika slags reglering upprätthållas. Visst finns förespråkare av renodlad självreglering, dvs. helt avreglerade fria marknader och de som anser att lagstiftning är det ända sättet att sätta en standard. Den populäraste åsikten ligger emellertid någonstans däremellan och gör gällande att vissa regler bör vara lagstiftade och andra inte. Ett alternativ är att låta lagen utgöra portal och att självreglering skapar utfyllnad genom detaljregleringen. Några mycket översiktliga nedslag i rättsvetenskapen och den pågående debatten skall förhoppningsvis ge allmänna synpunkter på när lagstiftning är ett lämpligt verktyg, för civilrätt i allmänhet och det aktuella ämnet i synnerhet.

6.1.1 Rättsekonomi

Ett associationsrättsligt regelverk måste koordinera två målsättningar; kommersiell relevans (dvs. flexibilitet) och skyddsintressenas behov. Denna avvägning är viktig men långt ifrån enkel att göra.²⁶⁵ Frågan hur en bolagsrättslig regel ska formuleras för att vara så samhällseffektiv som möjligt är mycket diskuterad inom rättsekonomi. Saken är som synes besläktad med ämnet för denna uppsats. Stor uppmärksamhet inom

²⁶⁵ Bergström-Samuelsson I, s. 208 f.

rättsekonomin har också ägnats åt att utforska vilka former av styrmedel som tillåter marknaden fungera mest kostnadseffektivt; lagar, självreglering, marknadsmekanismer etc. Ett antagande för denna uppsats är att en renodlat självreglerad marknad inte är ett gångbart alternativ.²⁶⁶ Utgångspunkten är att bolagsrättsliga lagregler åstadkommer sänkta agentskostnaderna och lägre transaktionskostnaderna jämfört med om marknadens parter tvingas förhandla fram individuella kontrakt (se ovan under avsnitt 2.1). Den rättsekonomiska forskningen har emellertid visat att vissa inskränkningar i avtalsfriheten, t.ex. tvingande lagregler, snarare försämrar effektiviteten för företagen. Därjämte finns exempel på lagregleringar som trots välmenade intensjoner inte lyckats åstadkomma sitt syfte varvid regleringen *enbart* har negativa konsekvenser.²⁶⁷ De rättsekonomiska rösterna för en avreglerad marknad med avtalsfrihet är många och ekonomiska argument är inte ovanliga vid förespråkande av marknadskrafternas möjlighet att själva åstadkomma effektivitet och säkerhet.²⁶⁸ Särskilt amerikanska rättsekonomer framhåller att marknaden oftare lyckas bättre med att minimera agentkostnader än tvingande lagstiftning. De hävdar att marknaden mer kostnadseffektivt kan åstadkomma samma resultat. Dock skall man komma ihåg att paralleller till anglosaxiska rättssystem, särskilt beträffande bolagsrätten, skall dras med försiktighet med tanke på skillnaderna i ägar- respektive borgenärsperspektiv i rättskulturerna.²⁶⁹

Med självreglering minskar kostnaderna därför att bolagen befrias från att behöva efterleva formaliteter utöver de normer som marknaden kräver utifrån det specifika bolagets struktur och verksamhet. Kostnaderna för administration blir därmed lägre. Avsaknaden av tvingande regler innebär även en frihet för bolagen att fritt ta risker, inom ramen för vad marknaden kan acceptera, och i övrigt utforma sin organisation och bedriva sin verksamhet för att maximera lönsamheten. Omfattande reglering kan begränsa missbruk men också hejda innovationer och förnyelse.

För ansvarsfrågorna finns inom rättsekonomin modeller för att beräkna kostnaderna för handling och skada. Grunden är att det lönar sig att visa aktsamhet om lagen innehåller en culpapregel. Saknas däremot ansvarsregler i lagen kommer istället de skadelidande att visa aktsamhet och ta mindre risker än om de hade blivit kompenserade.²⁷⁰ Huruvida självreglering kan lyckas fördela ansvaret har undersökts avseende finansiell rådgivning varvid docent Anna-Marie Pålsson menar att självreglering inte är tillräckligt för att fördela på ett optimalt sätt.²⁷¹ Det synes troligt att detsamma kan anses gälla

²⁶⁶ För en redogörelse för orsakerna till varför renodlat självreglerande marknader inte fungerar hänvisas till Molander, Per "Lagstiftning eller självreglering bland rationella aktörer", SvJT 2001, s. 234.

²⁶⁷ Macey s. 168.

²⁶⁸ För vidare läsning hänvisas till exempelvis Calabresi, G "Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules"; Cooter, R och Ulen, T, "Law and Economics".

²⁶⁹ Hägg m.fl., s. 116 f.

²⁷⁰ Balans 2002, s. 39.

²⁷¹ Pålsson, SvJT, s. 248 ff.

även på bolagsrättens område vilket motiverar varför lagen innehåller culparegler och skadeståndregler baserade på personligt ansvar.²⁷²

Professor Jonathan Macey konkluderar i sin bok om den svenska aktiebolagsrätten att vare sig investerarskydd, dvs. agentkostnader, eller rättsosäkerhet ger stöd för tvingande lagregler utan att aktiebolagsrätten till stor del borde vara dispositiv.²⁷³ Detta argument kan även anses applicerbart på förhållandet mellan tvingande lag och självreglering, varvid den dispositiva rätten (läs: självregleringen) är mindre kostsamma utan att föranleda nämnvärt sämre effekter. Självreglering kan därutöver tas fram snabbare än lagregler eftersom den senare kräver gediget utredningsarbete för att inhämta nödvändig expertkunskap. Samma expertkunskap finns ofta redan tillgänglig vid självreglering då normgivarna befinner sig i den kontext där reglerna skall tillämpas. Av snabbheten och närheten till kompetensen följer att självreglering är mer kostnadseffektiv att ta fram och att kostnaderna bärs av marknaden istället för det allmänna.²⁷⁴ Sammantaget är rättsvetenskapen ganska enig om att samhällskostnaderna talar för självreglering framför lagreglering när det är möjligt att välja.²⁷⁵

6.1.2 Effektivitet och efterlevnad

Det centrala i avgörandet om en viss fråga lämpar sig för självreglering är om dess efterlevnad är tillräckligt utbredd för att reglernas eftersträvade effekt skall kunna uppnås.²⁷⁶ Om frågan besvaras jakande uppkommer ytterligare faktorer att beakta men nekande svar gör lagstiftning till det enda alternativet. Om lagliga sanktioner bedöms behövliga måste uppförandereglerna lagstiftas.²⁷⁷ Den springande punkten blir således huruvida självreglering efterlevs.

Den rättsliga innebörden av de flesta former av självreglering är något oklar och det är inte givet att avsteg kan leda till skadeståndsansvar.²⁷⁸ Vissa delar av den frivilliga rätten blir som bekant bindande till följd av att dess implementering i börsens noteringsavtal och vissa branschorganisationers regler blir quasi-bindande för organisationens medlemmar.²⁷⁹ Mer allmänna riktlinjer som aspirerar på att vara allmängiltiga är naturligtvis svårare att säkra efterlevnaden på eller koppla sanktioner till. Många menar dock att sistnämnda kategori av normer teoretiskt kan bli bindande trots sin frivilliga karaktär. Detta skulle t.ex. bli fallet om en domstol, när den tar ställning till en företeelse, prövar en självreglerad norms bindande verkan för parternas handlande och beslutar att fylla ut lag med rekommendationens innehåll. I

²⁷² ABL 15 kap. 1 §.

²⁷³ Macey s. 51-56.

²⁷⁴ Hägg m.fl., s. 128 f.

²⁷⁵ t.ex. Merton Miller och Charles Upton, Molander, SvJT s. 244 ff. och Jansson, s. 60.

²⁷⁶ Balans 2002, s. 39.

²⁷⁷ Jansson, s. 70.

²⁷⁸ Balans 2002, s. 39.

²⁷⁹ Balans 2002, s. 36.

anledning av en culpabedömning slog HD fast i NJA 1995 s. 693²⁸⁰ att allmänna råd kan få betydelse om de ger uttryck för en ”etablerad eller önskad sedvänja”. HD uttalade att den som följt ett sådant råd ofta kan freda sig med att ha varit tillräckligt aktsam medan det motsatsvis kunde anses att den som överträtt regeln varit vårdslös. Överträdelse leder inte per automatik till ansvar eftersom allmänna råd inte är bindande men beroende på rådets karaktär och omständigheterna i fallet kan de alltså tillmätas betydelse vid culpabedömningen.²⁸¹ Det ligger nära till hands att låta framförallt sådan självreglering som är kopplad till lagens portalparagrafer påverka tolkningen av de paragrafer de formulerades för att utfylla.²⁸² Även utan en domstols inblandning kan frivilliga regler skapa efterrättelse medelst en auktoritet som vedertagna normer, mediernas makt, utfrysning från andra marknadsaktörer, hotet om förlorad goodwill och dylikt. Dessa repressalier kan för bolagen t.o.m. upplevas som strängare än exempelvis bötesstraff.²⁸³ Internationella Handelskammarens erfarenhet bekräftar att negativ publicitet ofta är effektivare än straffsanktioner vilket ger ytterligare stöd för att självreglering mycket väl kan fungera utan formella sanktioner.²⁸⁴ Det är dock viktigt att hålla i åtanke att medias och marknads fördömande av regelbrott förutsätter allmänhetens och marknads respekt för reglerna. Kontrollfunktionen förutsätter även att självregleringen inte kategoriskt överträds utan har bred efterlevnad. Efterlevnad föder således större efterlevnad.

Det faller sig naturligt att efterlevnaden av tvingande regler borde vara bättre än av frivilliga. Tesen är emellertid förenklad och inom bolagsrättens område kan frivilliga regler trots allt få lika gott genomslag eftersom det inte bara är regelns rättsliga dignitet som avgör utan även adressaternas rättsuppfattning. Rekommendationer tillkommer ofta i näringslivets eget intresse av att antingen avfärda påtryckningar om lagstiftning eller att öka förtroendet för sin egen marknad. Utan sanktioner är det avgörande om självregleringen vinner respekt bland marknadsaktörerna. Legitimiteten uppstår till följd av att dess innehåll präglas av relevans och förnuft samt att normgivaren åtnjuter viss auktoritet.²⁸⁵ Efterlevnaden förutsätter vidare en upptäcksrisk. Om det saknas statlig tillsyn behövs istället ett organ som kontrollerar efterlevnaden. Även utan ett organ kan konkurrenter, avtalsmotparter och andramarknadsaktörer utöva en lika effektiv kontroll.²⁸⁶

Enligt professor Per Thorell kan efterlevnaden av självreglering bli synnerligen god även om lagstiftade sanktioner saknas. Eftersom självreglering i regel är starkt förankrad i näringslivet, då den avfattas av sakkunniga, blir efterlevnaden ofta ändå god. Detta förutsätter också en utbredd tro på självregleringsinstrumentet som sådant, vilket i regel finns

²⁸⁰ Märk väl att det dock rörde sig om självreglering på värdepappersområdet, råd från Banksinspektionen, och att HD inte ålade ansvar för underlåtenheten att följa råden.

²⁸¹ Balans 2002, s. 36 ff.

²⁸² Jansson, s. 54.

²⁸³ Balans 2002, s. 36 ff. och Jansson s. 70.

²⁸⁴ Jansson, s. 96 f.

²⁸⁵ Jansson, s. 49 ff.

²⁸⁶ Jansson, s. 81 ff.

bland näringslivets aktörer.²⁸⁷ Utöver sanktioner lämpar sig frivillig reglering för att istället/även ha belöningar som medel. I vissa fall fungerar morot bättre än piska vilket säkert är anledningen till att exempelvis StyrelseAkademien, Deloitte och Affärsvärlden har instiftat Guldklubban för att årligen uppmärksamma en styrelseordförandes framstående insatser.²⁸⁸ I avsaknad av klassiska sanktioner kan även företagsekonomiska incitament ges för efterlevnad, t.ex. avgiftssubventioneringar.²⁸⁹ Effektiviteten hos självreglering, dvs. möjligheten att uppnå dess syfte, underlättas också av att den normativa tröskeln kan uppställas högre än i lag. Av praktiska skäl måste ett allmängiltigt regelverk vara mer generellt formulerat och blir därmed en minimireglering.²⁹⁰ Förespråkarna av självreglering hävdar att dess styrka är att den slår igenom där den behövs; medan efterlevnaden förmodligen är sämre i små och medelstora företag är regleringen inte heller lika angelägen där. Med tiden kan dessutom normerna spridas till mindre företag sedan de kommit att bli norm bland större tongivande företag.²⁹¹ Å andra sidan ligger det nära till hands att tro att de företag som exemplariskt inrättar sig efter självreglering förmodligen inte är de företag som har tendenser till det beteende som reglerna utformats för att förhindra.

Reglers effektivitet förutsätter oftast även att de kopplas till sanktioner som drabbar de felande individerna. Som bekant kan straffansvar endast utgå till följd av lag och ersättningsansvar för förmögenhetsskada förutsätter antingen obligationsrättsligt förhållande eller ett brott. I ABL är den huvudsakliga sanktionen personligt ansvar för bolagsfunktionärerna enligt kapitel 15. Om än luddigt formulerade är reglerna i ABL om bolagsorganans uppgifter och ansvar i och för sig av praktisk nytta så till vida att de är informativa och övergripande tillämpliga. Dock blir reglerna juridiskt ineffektiva eftersom de är oprecisa och i praktiken svårigen kan läggas till grund för en culpabedömning.²⁹² På grund av detta, och vanskligheten att i lag sanktionera klandervärt beteende, är det ovanligt att styrelse, VD eller revisorer döms till ansvar. Reglerna har visserligen en preventiv effekt men det är likväl en svaghet hos ABL att sanktionerna inte är effektiva.²⁹³ Men möjligheten att åläggas personligt ansvar finns i vart fall principiellt till skillnad från i självregleringens värld där ansvar som sagt kräver antingen avtal eller brott.

6.1.3 Rättssäkerhet och partsintressen

Ett starkt argument för lagstiftning framför självreglering är rättsäkerhetsaspekten och förutsebarheten. En lagstiftningsprocess gör att reglerna anpassas till övriga lagar och grundlagar och får en särskild

²⁸⁷ Hägg m.fl., s. 129 f.

²⁸⁸ Se vidare <http://www.styrelseakademien.com>.

²⁸⁹ Jansson, s. 93 f.

²⁹⁰ Hägg m.fl., s. 128.

²⁹¹ Hägg m.fl., s. 129 f.

²⁹² Hägg m.fl., s. 123 ff.

²⁹³ Hägg m.fl., s. 118 f.

legitimitet. Marknadsaktörerna och allmänheten måste kunna veta vad som gäller och regleringen bör därför inte opåkallat kunna ändras ofta och oväntat. Lagstiftning ger också ofta upphov till en mer förutsebar tolkning av reglerna genom domstolarnas rättstillämpning. Dessa behov borde dock i princip kunna tillfredsställas också av självregleringsinstrumentet.²⁹⁴ Förutsebarhet i tillämpningen kan åstadkommas genom att ett dömande och tolkande organ inrättas.²⁹⁵ Riksdagens normgivningsmakt är ett uttryck för demokrati och tanken är att lag skall vara likabehandlande, välavvägd och sakna inslag av partsintressen. Lagstiftningsprocessen präglas också av öppenhet med redovisade förarbeten, remissförfaranden m.m. medan den privata regelbildningen sällan har samma insyn.²⁹⁶ Den bristande transparensen kan i värsta fall påverka reglernas förtroende och acceptans. Självreglering kan även p.g.a. att innehållet upplevs spegla partsintressen lyckas sämre med att återupprätta allmänhetens förtroende. Detta kan även bli resultatet om den allmänna uppfattningen är att de felande aktörerna själva skall stipulera spelreglerna. Att förankringen är stark bland marknadens aktörer övervinner inte denna brist om reglerna saknar förtroende hos den breda allmänheten. Det är av ovannämnda anledningar av största vikt att granska och ifrågasätta självregleringens legitimitet.²⁹⁷ Ibland krävs att självreglering sker i samverkan med den offentliga makten för att skänka mer legitimitet samt garantera viss opartiskhet. De politiska signalerna bakom sådana hybrider mellan offentlig och privat normgivning kan dock samtidigt upplevas negativt eftersom politisk inblandning i marknadsekonomin spelregler inte alltid ses med blida ögon.

6.1.4 Stabilitet och enhetlighet mot flexibilitet

Medan det kan vara en fördel att ha ett och samma regelverk för all typer av bolag oavsett storlek, verksamhet och riskprofil finns samtidigt en fara för regelstelhet om man pressar in alla aktiebolag i samma mall. ABL omfattar alla såväl privata som publika aktiebolag och reglerna är av den anledningen mer generella och utgör på så sätt en grundstruktur. Ett sådant ramverk kan till sin natur inte vara både allomfattande och flexibelt eftersom det inte gör skillnad på adressaterna. Vitt omspannande lagregler riskerar att vara illa anpassade och för stela om de är för specifika samtidigt som luddiga, allmänt formulerade regler kan vara mindre effektiva juridiskt. En avvägning görs mellan generalitet och ändamålsenlighet där avkall måste göras på endera. Självreglering är mer flexibel på bolagsrättens område i två avseenden; dels är rekommendationer inte betungande för sina adressater eftersom avsteg kan göras när det bedöms motiverat och lämpligt, dels kan regleringen som sådan med tiden snabbt anpassas efter rådande förhållanden. Den andra aspekten av flexibilitet är avseende förändring och

²⁹⁴ Jansson, s. 67 f.

²⁹⁵ Jfr Aktiemarknadsnämnden som uttalar sig om specifika fall både ex officio och på begäran.

²⁹⁶ Josefsson, SvJT, s. 211 f.

²⁹⁷ Josefsson, SvJT, s. 213.

nya förhållanden på marknaden. Det tar lång tid för lagstiftaren att anpassa regelsystemet till de rådande förhållandena på marknaden och de kan snabbt bli förlegade eller obsoleta. Självreglering å andra sidan skulle snabbt kunna adapteras och revideras i takt med behoven. Trots denna teoretiska möjlighet ser verkligheten något annorlunda ut. Brist på resurser m.m. i de självreglerande organen har gjort att översikten av regler och skapandet av nya regler i själva verket inte skett proaktivt eller i den takt man hade kunnat hoppas utan vanligare är att normgivning sker som reaktion på inträffande företeelser, något som ofta gäller även lagstiftning.²⁹⁸ Ibland kan motsatsvis lagstiftningens konserverande inverkan vara positiv då den har en bättre förmåga att ange långsiktigt gällande principer. Stabila ramar gör marknaden stabil. Dock åldras lagar snabbt om de har en för hög detaljgrad.²⁹⁹

6.1.5 Överreglering

Vid mitten av 1980-talet inleddes en avreglering av den svenska kredit-, valutamarknaden och i början av 1990-talet avskaffades även börsmonopolet och aktiemarknaden släpptes fri. Denna avreglering öppnade upp svenskt näringsliv för ökad internationalisering och underlättade tillgången på utländskt riskkapital.³⁰⁰ Det finns en konflikt mellan förespråkarna för stor respektive liten, eller ingen, statlig inblandning på värdepappersmarknaden. En förutsättning för en effektiv och väl fungerande marknad är att investerarna har förtroende för att kapital skall strömma in. Detta förtroende skapas om staten som garant ombesörjer en tillfredsställande reglering. Investerarna behöver känna sig förvissade om att riskerna inte är större än vad de kunnat kalkylera med.³⁰¹ Med denna premis som utgångsläge kan dock tvingande regler bli så långtgående att de istället för att tygla ett problem hindrar marknaden och gör den tungrodd och byråkratisk med samhällsekonomiska förluster som följd. Denna aspekt av diskussionen går således hand i hand med den rättsekonomiska.

Från många håll uttalas en oro att företagsskandaler, globaliseringen av marknaderna, trycket från EU och från allmänheten ska orsaka en överreaktion i regleringsivern.³⁰² Visserligen kan såväl självreglering på frivillig basis som lagreglering ge upphov till att svångremmen runt näringslivet blir för tajt men den främsta faran representerar lagstiftning eftersom den tenderar att vara ovillkorligt bindande. Avseende beslutsformer och dylikt för löner, bonus mm är reglering antagligen inte lika betungande som uppstramningen beträffande exempelvis redovisning. Icke desto mindre rör det sig om reglering som inkräktar på ledningens och styrelsens frihet att med diskretion och snabbhet fatta beslut om

²⁹⁸ Balans 2002, s. 37 och Jansson, s. 71 f.

²⁹⁹ Jansson, s. 59 och 65.

³⁰⁰ SOU 2004:47, s. 105 f.

³⁰¹ Balans 2002, s. 36.

³⁰² Söderström m.fl., s. 168 f.

ersättningar. Ett varnande exempel är hur reaktionen mot företagsskandaler har hanterats i USA där mycket den omfattande och ansvarskrävande Sarbanes-Oxley Act har antagits i det upprörda klimatet strax efter uppdragandet av Enron och WorldCom.³⁰³ Risken för statlig överreglering finns naturligtvis även i Sverige med Skandia-affären i färskt minne. Det är viktigt att såväl svenska lagstiftaren, självreglerande organ och EU kommissionen vid sina förändrings- och harmoniseringskrav iakttar proportionalitet.

Utgångspunkten i diskussionen om lagstiftningens vara eller inte vara är att ökad frihet på marknaden, i teorin, leder till ökad konkurrens, förbättrad funktionssätt och i förlängningen ökad effektivitet. Ju större friheten är desto hårdare konkurrens, desto bättre effektivitet och därmed välfärd. I teorin behöver alltså en marknadsekonomi ingen extern regelbildning. Dock visar företagsskandalerna en annan verklighet varvid externa regler behövs som stabilisering.³⁰⁴ Frågan kvarstår dock i vilken utsträckning lagstiftaren skall intervensera i marknadskrafterna. Det är ett vanskligt problem som kan besvaras mest tillförlitligt först i med facit i hand eller medelst komparativa undersökningar med andra marknader och deras regelsystem.

6.1.6 När är självreglering i allmänhet lämplig?

Självreglering är inget främmande koncept i den svenska rättsordningen och det finns prov på fenomenet inom såväl arbetsrätt, marknadsrätt, värdepappersrätt, avtalsrätt, miljö rätt mm. Oavsett vilket rättsområde som är för handen kan några allmängiltiga förutsättningar uppställas för att självreglering skall vara lämplig som regleringsmetod. Rättsområdet och de verkliga omständigheterna måste även styra om självregleringen skall användas som komplement, utfyllnad eller som föregångare vid kodifiering till lag eller rent ut av som enda reglering.

Vid avgörandet av om en fråga lämpar sig för självreglering måste flera perspektiv appliceras. Danske professorn Nis Jul Clausen menar att all börsrättslig reglering, beroende på de aktuella förhållandena, måste granskas ur fyra olika synvinklar. De fyra förhållandena är dels ett bolagsrättsligt, ett marknadsorienterat, ett utifrån tillsyn och ett *inter pares* förhållande, dvs. rättsförhållandet mellan berörda parter. Ur det bolagsrättsliga perspektivet krävs en välfungerande aktiebolagslag medan partsförhållandet med fördel kan överlämnas åt parterna och marknaden.³⁰⁵ För att värna om rättssäkerheten och det också allmänna förtroendet för regleringen är det av betydelse att lagstiftaren och de berörda aktörerna har samma syften med regleringen. Om näringslivets intressen av att skärpa kontrollen, i anledning av att enstaka oseriösa aktörer skapar misstro för näringslivet, kan man anse

³⁰³ Flera svenska och amerikanska jurister och näringslivsföreträdare ondgör sig över denna kostsamma och tidskrävande reglering, DN 12/3-05.

³⁰⁴ Kågerman s. 86.

³⁰⁵ Balans 2002, s. 39.

att detta intresse sammanfaller med lagstiftarens. På marknadsrättens område kan sägas att näringslivets intressen i fråga om exempelvis otillbörlig marknadsföring sammanfaller med konsumenternas intressen vilket är en god förutsättning för självreglering.³⁰⁶ Har de självreglerande organen i själva verket en annan agenda skadar detta resultatet och förtroendet därför.³⁰⁷ Utöver allmänhetens förtroende behöver självregleringen även marknads respekt för att fungera. Denna förutsättning förefaller självklar för efterlevnaden med tanke på regleringens frivilliga natur. Självreglering har à priori inte samma auktoritet som lagstiftning utan digniteten skapas inte sällan i efterhand till följd av att reglerna blir sedvana, avtalsinnehåll eller tillämpas av myndigheter.³⁰⁸ Självregleringen måste följaktligen komma från en auktoritär källa och inställningen på marknaden bör vara välkomnande inför sådan reglering. Vidare förutsätter välfungerande självreglering att styrkeförhållandet mellan aktörerna är balanserat.³⁰⁹ Skolboksexemplet i sammanhanget är konsumenträtt som p.g.a. konsumenternas skyddsbehov lämpligast regleras genom (tvingande) lag. På bolagsrättens område är förhållandet mellan aktörerna generellt tämligen välbalanserat men mellan bolagens företrädare och aktieägarna föreligger som nämnts ovan (se under avsnitt 2.1) en informationsasymmetri som eventuellt innebär att styrkeförhållandet på området är skevt. Den verksamhet som skall regleras av ett privat organ måste också präglas av en viss transparens utan att enskilda sekretesskyddade omständigheter röjs. Regleraren bör lämpligen, utöver kunskap om marknaden, även ha vetskap om brister, beteenden och oegentligheter som behöver bli föremål för reglering. Detta försvåras av att undersöknings- och övervakningsresurser ofta saknas utan statlig inblandning.³¹⁰ En god bakgrund för självreglering är även att ämnesområdet även *skulle kunna* lagregleras. Därmed finns ett ständigt lagstiftningshot vilket skapar incitament för de självreglerande organen att ge sina regelverk önskvärd normativ styrka och kvalitet.

I detta sammanhang kan också nämnas några omständigheter där självreglering är ett lämpligt regleringsverktyg enbart för att lagstiftning under de omständigheterna är olämpligt. Som exempel kan nämnas tekniskt komplicerade områden som bäst regleras av sak- och bransch-kunniga. Även verksamheter som tar skada av alltför statisk detaljreglering p.g.a. marknads snabba förändringstakt. Ett exempel på båda de ovanbeskrivna förhållandena är den komplexa värdepappersmarknaden där spelreglerna och även de finansiella instrumenten förändras snabbt.³¹¹

³⁰⁶ Josefsson, SvJT, s. 214.

³⁰⁷ Inte sällan drivs aktörernas intresse av självreglering delvis av att undgå lagstiftning och huruvida detta innebär en diskrepans i förhållande till lagstiftarens intressen är en intressant fråga. Det avgörande torde vara om det utöver oviljan mot lagstiftning finns ett genuint intresse av att komma till rätta med ett problem.

³⁰⁸ Jansson, s. 49 f.

³⁰⁹ Josefsson, SvJT, s. 215.

³¹⁰ Jansson, s. 53 och 74 f.

³¹¹ SOU 1989:72, del 2, s. 239 och Jansson, s. 61 och 37.

Lagutskottets kanslichef Lars Haglind konstaterar att det typiskt sett är fördelaktigare att utmana marknaden till självreglering än att lagstifta.³¹² Det står klart att detta uttalande inte är en absolut sanning eftersom efterlevnaden av självreglering inom olika områden varierar men det är en god fingervisning för i vilken ända en rättsbildnings ansträngning bör börja.

6.2 Hade åtgärderna förebyggt Skandia?

Det är av stor vikt i diskussionen att fastställa huruvida lagregler som de förslagna i lagrådsremissen effektivt hade förhindrat händelserna i Skandia. Om slutsatsen blir jakande; hade Skandia-skandalen undvikits redan vid tillämpningen av endast självreglering, främst koden om bolagsstyrning? Om så vore fallet återstår det att ta ställning till vilket av regleringsalternativen som är att föredra utifrån samtliga parametrar. Nedan görs därför en hypotetisk analys av om Skandia-skandalen hade kunnat ske sedan normerna i bolagsstyrningskoden hade trätt i kraft. Den föreslagna lagtexten till ABL i lagrådsremissen har som bekant i frågan om ersättningar huvudsakligen samma materiella innehåll som också återfinns i koden men skiljer sig från sistnämnda regelverk i sin egenskap av lag. Som lagbestämmelser skulle reglerna vara bindande och appliceras på alla bolag inom tillämpningskretsen oavsett storlek, verksamhet och ägarbild. I form av självreglering däremot skulle bestämmelserna vara avtalsrättsligt bindande att tillämpa i och med införandet i börsens noteringsavtal. De enskilda bestämmelserna vore dock fritt att göra avsteg från förutsatt att dessa avsteg motiverades.

Med tillämpning av bolagsstyrningskoden hade de i Skandia förekommande incitamentsprogrammen i sig inte varit otillåtna, koden förbjuder vare sig syntetiska optionsprogram eller sådana utan tak. Dock skulle det åligga bolagsstämman att ta ställning till incitamentsprogrammen efter förslag från styrelsen. Frågan är då om bolagsstämman, dominerad av institutionella ägare, hade röstat igenom Wealthbuilder och Sharetracker. Lite talar för att revisorer eller stämman, i den börshausse Skandia befann sig i, skulle ha invändningar mot programmen så länge de vore försedda med tak. Detta för att revisorerna troligtvis inte skulle tycka till i fråga om programmens generositet utan koncentrera sig på deras riktighet och redovisning. De institutionella ägarna skulle vidare inte ha tillräckligt fog för att syna alla förslag i sömmarna. Det skulle dessutom ha varit svårt för ägarna att förstå innebörden av programmen och överblicka de potentiella resultaten av dem, även om förslagen hade preciserats på kallelsen och hemsidan, med tanke på att programmen tedde sig komplicerade och svårförutsebara t.o.m. för Skandias styrelse. När väl programmen vore beslutade skulle styrelsen vara garanter för att besluten följdes och revisorerna skulle kontrollera efterlevnaden. Det borde förmodligen vara svårare för enskilda personer att trola bort taken på programmen när dessa vilar på stämmobeslut. Det vore

³¹² Josefsson, SvJT, s. 208 och Haglind, SvJT, s. 263 ff.

grövre kompetensöverskridanden och det är föga troligt att stämman skulle ha godkänt sådana ändringar i efterhand. Personerna som låg bakom ändringarna hade då dragit sig för att företa en sådan åtgärd. Vidare är det svårt att föreställa sig att styrelsen hade ryckt på axlarna på samma sätt som skedde om ledningen istället för att åsidosätta ett styrelsedirektiv hade åsidosatt ett stämmobeslut. Eftersom riktlinjer från stämman är bindande följer att såväl styrelsen som VD är ansvariga för att stämmans riktlinjer i ersättningsfrågan följs.³¹³ Det hade förändrat en hel del om Petersson själv vore ytterst ansvarig för att incitamentsprogrammen fick den utformning som stämman beslutat och inget annat. Vare sig koden eller Lagrådsremissen hade dock förhindrat tillämpandet av redovisningsmetoden embedded value. Embedded value-modellen åstadkom att verklighetsvärdering byttes mot framtidsoptimism och att belöningar utföll som om framtidsförhoppningarna redan vore förverkligade. Internationella standarder på redovisningsområdet är i dagsläget på väg. Den främsta orsaken till att utfallen skenade iväg måste dock ända sägas ha varit de obefintliga taken.

Utgången i Skandia-affären hade blivit en annan med bolagsstyrningskoden framförallt eftersom incitamentsprogrammen hade upphört att vara en fråga mellan ledningen och enstaka styrelseledamöter och hade istället lyfts ut i dagsljuset till stämmans bord. De kostsamma förändringarna som gjordes i Sharetracker och Wealthbuilder hade säkerligen stoppats.³¹⁴ En helt annan fråga är om stämman hade kunnat manipuleras till att rösta ja till ett förslag utan tak.³¹⁵ Skandiantredaren Otto Rydbeck framförde en god poäng i att stämman under inga omständigheter skulle ha vikt sig inför en propå liknande ”Kära stämman, vi har ett tak på 365 miljoner kronor, men det räcker inte tycker ledningen”.³¹⁶ Hur den saken skulle sluta skall denna hypotetiska rekonstruktion låta vara obesvarat men påminnas bör att effektiv propaganda från ledningen resulterade i att stämman röstade ja till de omåttligt generösa stock-optionsprogrammet 2000. En stor fara ligger i att stämman genom okunskap eller påtryckningar eller rent av rutinmässigt röstar igenom olämpliga program och i och med det skänker programmen legitimitet.³¹⁷ Regelnliga beslut med stämmomandat kan dessutom befria styrelsen från ansvaret den egentligen bör bära för ett olämpligt förslag, vilket inte är en önskvärd bieffekt.³¹⁸

Låt säga att taken ändå hade lyfts på så sätt som skedde i Skandia. Frågan är då om kodens bestämmelser om styrelsens ansvar och arbetsätt hade föranlett att styrelsen hade vidtagit åtgärder tidigare. Mycket tyder på att ett konkretiserat ledamotsansvar och ett begränsat antal ledamöter hade gjort det svårare för styrelseledamöter att gömma sig bakom enstaka tongivande

³¹³ Lagrådsremissen, s. 49.

³¹⁴ Sydsvenska Dagbladet 25/4-04.

³¹⁵ Ingenting talar emellertid för att styrelsen ens skulle föreslå för ägarna incitamentsprogram som saknade tak.

³¹⁶ DI 23/4-04.

³¹⁷ Advokatsamfundets remissvar, Lagrådsremissen, s. 45.

³¹⁸ SvD Näringsliv 25/4-05.

personer. Kodens bestämmelser som understryker vikten av omsorg och ansvar ter sig visserligen som målsättningar som är svåra att grunda ansvar på. De kan dock fungera som utfyllnad till styrelseansvaret enligt ABL varvid konktionen skulle göra det svårare för ledamöterna att freda sig mot sitt bristande omsorg. Bestämmelserna fungerar därför informerande om styrelseuppdragets innebörd och ger även viss preventiv verkan mot misskötsel av uppdraget utav rädsla för därpå grundat ansvar.

Ännu tydligare hade valberedningens funktion att utvärdera styrelsen hjälpt stävja flatheten.³¹⁹ Om valberedningen hade ställt de frågor som styrelsen egentligen självmant skulle ha krävt svar på så hade information om optionsprogrammets egentliga omfattning förmodligen kommit i dagen. Beträffande den interna informationsspridningen stipulerar koden dels ett ansvar för styrelsen att hålla sig underrättade om de frågor som ankommer på den men även ett ansvar att tillse en tillfredsställande intern kontroll. Detta skulle säkerligen göra en hel del styrelseledamöter mer alerta på framtida styrelsesammanträden.³²⁰ Hade den interna informationsgivningen skett i enighet med dessa krav talar även detta på att styrelsen hade förhört sig mer om omständigheterna och därvid givits anledning till misstanke på ett tidigare stadium. Helhetsupplägget hos såväl kod som lagrådsremiss innebär vidare att ledamöterna förmodligen hade begärt besked om olika omständigheter även utan misstankar. Det är dock svårt att svara på om den fulla vidden av oegentligheterna därmed hade uppdagats.

Bolagsstyrningskodens efterlevnad bygger som bekant på grundsatsen följ eller förklara och den springande punkten är om styrelsen kan anses ha kunnat lyckas förklara sig ur att tillämpa bestämmelserna i koden. Det har hävdats att koden inte skulle fungera av den anledningen att effektiv kontroll hade saknats då Skandias styrelse själv hade fått avgöra om den agerat i enighet med koden eller inte.³²¹ Detta stämmer visserligen men i och med att optionsärendet skulle ha vädrats mot stämman skulle betydligt fler granskande kritiska ögon ha tillkommit, ägarnas och i brist på aktiva sådana; marknadens och medias. Det är svårt att föreställa sig att Skandias styrelse skulle ha haft framgång med att förklara istället för att följa eftersom den valmöjligheten är konstruerad för att bolag ska få undgå formaliteter som är onödiga eller oproportionella i förhållande till deras storlek, verksamhet, aktieägares behov m.m. De bestämmelserna som avses i detta sammanhang är inte av det slaget att de skulle vara onödiga eller omotiverat betungande för Skandias förhållanden, tvärt om är reglerna i allra högsta grad behövliga i bolag med spritt ägande. Ledningens incitamentsprogram var av största intresse för aktieägarna och en eventuell förklaring om att inte tillämpa beslutsreglerna i koden skulle således knappast gå obemärkt förbi. Kodens mer diffusa reglerna om styrelseuppdraget och ansvaret kan däremot frångås utan att det blir synligt för omvärlden, dessa behöver rent krasst egentligen varken följas eller förklaras. Dock får de genomslag eftersom de som sagts tidigare

³¹⁹ Sydsvenska Dagbladet 25/4-04.

³²⁰ DI.se 22/4-04.

³²¹ Veckans Affärer 26/4-04.

konkretiserar styrelseansvaret enligt ABL och misslyckad efterlevnad på dessa punkter i princip kan leda till skadeståndsanspråk. Ordföranden för kodens förvaltning i Kollegiet Hans Dahlborg tror att det sannolikt blir lättare att utkräva styrelseansvar sedan kodens tillkomst.³²²

Det känns inte alltför vågat att konkludera att bonuskandalerna i Skandia i vart fall hade mildrats av en tillämpning av bolagsstyrningskoden.³²³ De i bolagsstyrningskoden stadgade ersättnings- och revisionskommittéerna fanns redan i Skandia och bolaget ansågs även i övrigt ansågs ligga i framkant beträffande utvecklingen på bolagsstyrningsområdet. Vissa menar att koden i själva verket uppställer en rad formella krav som enkelt kan uppfyllas utan att förverkliga dess syften.³²⁴ Kodens förespråkare menar dock att, även om det är svårt att svara på om historien hade kunnat upprepa sig sedan koden, är det i vart fall tydligt att större krav hade ställts på styrelsens hantering av frågorna och att beslutsutrymmet effektivt hade flyttats från ledningen till stämman.³²⁵ En av kodens främsta förtjänster synes vara åstadkommandet av öppenhet. Just framtingandet av information är en av fördelarna som talar för att även en frivillig kod kan fungera. Det kan liknas vid en näringslivets offentlighetsprincip.³²⁶

Lyfts blicken utanför koden och Lagraadsremissen kan det konstateras att även andra självregleringar hade kunnat bidra till att någon hade dragit i nödbromsen tidigare. Sammantaget talar mycket för att bestämmelserna i bolagsstyrningskoden när de tillämpas tillsammans på flera sätt hade kunnat motverka att Skandias ledning berikades på hundratals miljoner utan att det syntes i vare sig styrelseprotokoll eller årsredovisning. Vissa hävdar däremot att skandalen inte hade kunnat undvikas med koden. En åsikt är att en regel inte förhindrar olämpligt beteende bara för att den finns. Det krävs mer för att stävja dåligt uppträdande.³²⁷ Det ligger nära till hands att tro att en bolagsledning som gör sig skyldig till lagbrott inte borde dra sig nämnvärt för att åsidosätta även frivillig reglering. Dock kan bolagsstyrningskodens främsta vapen, framtingad öppenhet, mycket väl visa sig råda bot på girigt beteende eftersom marknadens obarmhärtiga ogillande ger väldigt kännbara konsekvenser för såväl felande ledningar som passiva styrelser.

6.3 Utvärdering av de svenska förslagen

Styrkor och svagheter hos de två främsta representanterna för självreglering respektive lagreglering; bolagsstyrningskoden³²⁸ och Lagraadsremissen, är

³²² Affärsvärlden 19/1-05.

³²³ DI.se 22/4-04.

³²⁴ Enligt flera röster på Stockholmsbörsens börsseminarium 2005, DN 12/3-05.

³²⁵ Affärsvärlden 19/1-05.

³²⁶ Uttrycket är lånat från Sydsvenska Dagbladet 25/4-04.

³²⁷ Detta menar styrelseproffset Sven Hagströmer i SvD Näringsliv 25/4-05 och ett antal namnkunniga näringslivspersoner i SvD 4/9-04.

³²⁸ I sin slutgiltiga, eller i vart fall senaste version, i SOU 2004:130.

betydelsefullt att utvärdera i avgörandet av lämpligaste regleringsform. Utvärderingen nedan diskuterar två huvudfrågor för regleringarna; kan koden bli effektiv trots sin följd eller förklara modell och lämpar sig reglerna för lagstiftning. Utgångspunkten för föreliggande utvärdering är remissinstansernas synpunkter, åsikter ur media, reaktioner från näringslivet samt egna iakttagelser. Många relevanta påpekanden har inte att göra med formen för regleringen utan de materiella bestämmelserna och sådana synpunkter är således nästan alltid gemensamma för koden och Lagrådsremissen.

6.3.1 Svensk kod för bolagsstyrning

Medan Lagrådsremissen har fått utstå en hel del kritik från remissinstanser, näringslivet och media för att vara överflödig har reaktionerna på bolagsstyrningskoden på det stora hela varit goda.³²⁹ Med detta i åtanke rör sig diskussionen nedan främst kring de aspekter som framkallat kritik. En del av kritiken från marknaden och näringslivet riktas mot *både* den frivilliga koden och lagstiftningen. Det har i vissa av de fallen varit svårt att skilja mellan konstruktiv kritik med medvetenhet om problemet och uttryck för allmän ovilja hos näringslivet att överhuvud låta sig regleras. Detta bör läsaren också hålla i åtanke vid den fortsatta läsningen.

En av de främsta anmärkningarna mot självreglering är att dess frivilliga basis. Rädslan är att koden skall bli ineffektiv för att det är tillåtet att göra *avsteg från bestämmelserna*. Just i fråga om ersättningar till ledande befattningshavare är dock ett av de främsta skälen för att nöja sig med självreglering att de bestämmelser i bolagsstyrningskoden som aktualiseras av ämnet inte är av det slaget som kan avvikas ifrån. Medan vissa börsbolag kan hävda att vissa bestämmelser om kommittéer och dylikt inte passar deras kompakta organisation kan väldigt få företag undgå att låta stämman besluta om incitamentsprogrammen med motiveringen att styrelsebeslut räcker. I bolag med en samlad ägarbild är regeln inte lika angelägen men reglerna kan då tjäna till att skapa transparens för minoritetsägarna. Vi återkommer till frågan om reglernas tillämpning på alla bolag med skiftande förutsättningar (se avsnitt 6.3.3). Bestämmelserna hör inte till de mer betungande i koden och ett bolag skulle ha svårt att motivera avsteg från den föreskrivna ordningen för att istället låta styrelsen sätta VD: s lön. Tänkbara motiveringar till avsteg kan stödja sig på ett resonemang om att bolaget skulle förlora nyckelpersoner om bolagsstämman vore del av beslutsprocessen då ersättningarna eventuellt skulle bli för blygsamma. Ett dylikt underkännande av stämmans förmåga torde inte få marknadens gillande. Det synes alltså vara svårt att frångå en tillämpning av bestämmelserna om stadgande av ersättningsprinciper och incitamentsprogram. Däremot torde avsteg lättare kunna motiveras beträffande rekommendationerna om styrelsens sammansättning, oberoende ledamöter etc. Sådana motiverade avsteg skulle indirekt kunna underminera

³²⁹ Erik Åsbrink sammanfattar remissvaren i DN 22/10-04.

ersättningsreglerna eftersom styrelsens sammansättning och arbetssätt kan vara nog så viktigt i beredningen av incitamentsprogram och förslag till ersättningsprinciper.

Det finns en oro bland storföretagen att eventuella avsteg från kodens bestämmelser skall komma att utlösa *klappjakt i media* och att förhastade kritiska reaktioner kommer att medföra goodwillskador även om avsteget varit välmotiverat.³³⁰ Denna oro bör höras. Det framgår visserligen av en av SOM-institutet³³¹ gjord rapport att bristande förtroende för storföretagen som grupp inte påverkades av medias framställning av händelser utan det bakomliggande faktiska handlandet.³³² Detta talar för att medias möjlighet att felaktigt svärta ett företags anseende inte skall överdrivas. Ändå bör det krävas att den samlade affärsjournalistiken präglas av god kunskap om marknaden, företagsekonomi, bolagsrätt och corporate governance. Förtroendekommissionen och tillika Kodgruppens ordförande Erik Åsbrink förtydligade dock att det inte är något fel i att avvika från enskilda regler, tvärt om kan detta många gånger vara helt förenligt och t.o.m. leda till bättre bolagsstyrning.³³³ Å andra sidan finns också faran att avsteg från koden börjar ske kategoriskt och att *förklaringarna blir standardiserade*. Denna oro är särskilt befogad eftersom kodens främsta brist är att den är överflödigt för den stora majoriteten av börsbolagen p.g.a. majoritetsägande m.m.³³⁴ Avfärdande av bestämmelserna kommer därför att bli vanligt och standardmässiga avstegsmotiveringar är en fara för kodens efterlevnadsmekanismer. När sensationsvärdet av enskilda företags regelavsteg sjunker uteblir den avsedda debatten. Det är därför oerhört viktigt att avsteg från koden varken automatiskt fördöms eller negligeras. En annan påkallad fråga är om det är realistiskt att massmedia skall kunna axla rollen som kontrollforum av kodens bestämmelser. Koden innehåller ju en hel del detaljkrav.³³⁵ Dessutom kan detta system spegla en viss övertro på ekonomijournalistiken att den har kompetens nog att agera domare i kodens alla avseenden.³³⁶ Det sistnämnda återstår att se. Beträffande bevakningen på ersättningsområdet torde inte farhågan, att mediaintresset och pekpinnarna skall avta, vara motiverad återigen med hänvisning till det stora och konstanta allmänintresset för VD löner och andra förmåner.

Ett tämligen lättsmält argument för varför bolagsstyrningskoden inte kommer att bli effektiv är att självreglering *inte har fungerat historiskt*. Självregleringsåtgärder med ungefär samma materiella innehåll har funnits sedan länge och företagsskandaler har inträffat trots detta. Ett motargument är att bolagsstyrningskoden har en annan dignitet än dessa föregångare eftersom den tillkommit efter gemensamma insatser från näringslivet,

³³⁰ Åsikten framförs av bland andra Stefan Persson och Urban Bäckström, DN 29/9-04.

³³¹ Samhälle Opinion Massmedia, centrum för undersökning och seminarieverksamhet, drivs gemensamt av Institutionen för journalistik och masskommunikation, Statsvetenskapliga institutionen och Förvaltningshögskolan vid Göteborgs Universitet.

³³² SOU 2004:47, s. 129.

³³³ DN 22/10-04.

³³⁴ Sydsvenska Dagbladet 25/4-04.

³³⁵ VA 26/4-04.

³³⁶ VA 13/12-04

offentliga utredare och sakkunniga och har ett brett stöd. Ett annat skäl för kodens framgång är att förutsättningarna förändrats. Det finns nu ett starkt tryck från den allmänna opinionen och dessutom ett lagstiftningshot vilket är goda pådrivare för efterlevnad av självreglering.³³⁷ En annan gångbar invändning till bolagsstyrningskoden är att det känns tvivelaktigt att *näringslivet skall uppfostra sig självt* och utrota beteende som härstammar från just näringslivet.³³⁸ Den avhoppade deltagaren i Förtroendekommissionens referensgrupp Marcus Storch menade att är som ”att låta pyromaner sköta brandförsvaret”.³³⁹ Givetvis bör inte uppfattningen vara att näringslivet dömer i egen sak då detta kan undergräva förtroendet för regleringen.³⁴⁰ Man skall dock hålla i åtanke att självsanering är naturligt och fungerar effektivt på andra områden såsom Advokatsamfundets och FAR:s granskande av de egna skrån.³⁴¹ Tvivel i samma anda är att de företag som behöver koden minst förmodligen är de som följer den bäst och de företag som är i riskzonen istället är betydligt mindre nitiska med att följa den. Farhågorna kan dämpas med förklaringen att självsanering på intet sätt betyder att företaget bestämmer själv vilket mått av bolagsstyrning som är lagom. Istället är det omvärldens kritiska ögon som kommer att fälla domen över de företag som gör obefogade avsteg från kodens bestämmelser.

Kontroll och upptäckrisk är viktigt på självregleringsområdet. Förhoppningen är att konkurrenter, media och avtalsparten Stockholmsbörsen skall utöva tillsyn över subjekten. Även om det är optimistiskt att denna kontroll skulle bli heltäckande är det inte otänkbart att kontrollen kommer att fungera tillfredsställande beträffande de regler som avser ersättningar och deras beslutande, mycket till följd av det stora allmänna intresset för VD löner och bonusar. Ett brett spektra av *sanktioner*, från negativ publicitet till avlistning från börsen, bör med största säkerhet tjäna sina syften. Även revisorer kommer troligen fortsättningsvis vara vaksamma på, inte bara på informationskraven utan även på kodens bestämmelser i övrigt.

Eftersom bolagsstyrningskoden faktiskt har funnits i någon form i ett drygt år kan det vara intressant att undersöka *resultaten*. En rapport om hur de stora börsföretagen klarade att uppfylla koden genomfördes av PR-konsultföretaget Hallvarsson & Halvarsson redan våren 2004. Rapporten visade att ju större bolag desto bättre efterlevnad av koden. Särskilt i ämnet ersättningar fick storföretagen högsta betyg. Undantaget var företagen med typiskt starka storägare såsom Lundbergssfären, Stenbeckssfären och H&M som hade en bit kvar beträffande styrelserutiner mm.³⁴² Detta har en naturlig förklaring i att familjeimperium såsom dessa inte åtar sig bolagsstyrning

³³⁷ Argumenten att historien har utvisat att självreglering inte fungerar uttalas i SvD 24/3-04 och SvD 7/4-04. Argument för att lagstiftningshotet kommer att säkra kodens efterlevnad har framförts av bl.a. Erik Åsbrink i GP 5/2-04 och SvD Ledare 9/5-03.

³³⁸ Kritik har också motsatsvis riktats mot att det *har* funnits offentlig inblandning i kodarbetet, se t.ex. SvD 29/11-04.

³³⁹ GP 5/2-04.

³⁴⁰ Jansson, s. 74.

³⁴¹ SvD 29/3-05.

³⁴² DI 17/6-04.

med samma entusiasm. Det kan vidare ifrågasättas om koden också kommer att råda bot på de svindlande summorna som tilldelats bolagsledningarna över åren enbart genom införande av beslutsregler och öppenhet. Storleken på bonusar och utformningen av optionsprogram har inte och kommer troligtvis aldrig att bli föremål för detaljreglering utöver hur de skall beslutas och redovisas. Såväl självregleringsentusiaster som lagstiftningsivrare tycks vara rörande överens om att en dylik reglering vore ett olämpligt intrång i marknadskrafternas fria utrymme. Trenden bland börsbolagen är VD löner av en viss kaliber vilket har etablerat ett ”marknadsvärde” för kompetenta direktörer. Även om det kanske är för tidigt att sja om resultatet av den nya regleringen finns indikationer som talar för att nivåerna kommer att ligga stilla eller höjas ytterligare. Denna slutsats kan illustreras av en rundringning som DI gjorde bland börsbolagen i våras som visade att bolagsstyrningskoden hitintills inte haft någon inverkan på ersättningarnas storlek. Endast två företag i tidningens rundringning, Föreningssparbanken och Ericsson, hade ändrat sina regler för ersättningar som direkt följd av koden. Många företag pekades ut för att ha höjt den rörliga delen av ersättningarna i förhållande till tidigare år.³⁴³ Märk dock väl att höjningar i sig inte skvallrar om en sämre ersättningspolicy, inte ens om företagets vinst samtidigt har sjunkit, eftersom det är ersättningens sammansättning och koppling till prestation som avslöjar om den är lämpligt avvägd. Dessa företag kan ha haft en lämplig ersättningspolicy sedan tidigare och indexering av bonusmål föranleder som bekant att bonusen kan höjas även om bolaget går sämre än tidigare år om bolaget går bättre än sina konkurrenter (se ovan avsnitt 3.2-3.3).

6.3.2 Lagrådsremiss om ersättning till ledande befattningshavare

Den vanligaste invändningen från remissinstanserna har varit ett ifrågasättande om lagreglering överhuvudtaget är lämpligt på detta område. Även om de flera remissinstanser har varit positiva eller neutrala till frågan har exempelvis Svenskt Näringsliv, Försäkringsförbundet och Svenska Bankföreningen m.fl. har ställt sig tveksamma till behovet av lagregler särskilt sedan bolagsstyrningskoden försett näringslivet med ett rättesnöre. Andra synpunkter som vädrades var att förslaget är för omfattande, långtgående och kostsamt.³⁴⁴ Den kritik som framkommit nedan under 6.3.3 gäller dessutom för Lagrådsremissen i större utsträckning än för koden p.g.a. den lagliga bundenheten.

Blotta existensen av Lagrådsremissen har gett upphov till opposition från många håll inom näringslivet. Marknadens många förespråkare av självreglering har kritiserat att bolagsstyrningskoden inte ens fått prova

³⁴³ DI 9/3-05

³⁴⁴ Svenskt Näringslivs remissvar, Waymaker 4/3-05, DN.se 8/3-05 och Lagrådsremissen, s. 38.

vingarna före den körs över av lagstiftningsåtgärder.³⁴⁵ Uppfattningen att koden redan förlorat sin betydelse innan den fått visa fördelarna med självreglering är utbredd. Nog kan det ifrågasättas varför inte effektiviteten av en självreglering får testas innan en överlappande reglering i lagform introduceras, ett infriat lagstiftningshot trots att självreglering vidtagits. De fördelar som självreglering har över lagreglering (se ovan avsnitt 6.1) gör den till ett lämpligt alternativ till lagstiftning, förutsatt att dess effektivitet och efterlevnad fungerar. Vidare kan en självreglering bana väg för lagstiftningen genom att visa funktionen och konsekvenserna av reglerna. Remissvaret från de samlade institutionella ägarna gjorde t.o.m. gällande att lagförslaget skulle innebära en konkurrensnackdel för svenskt näringsliv och för Stockholmsbörsen som marknadsplats.³⁴⁶ Dylika påståenden har också framförts från enstaka håll i anledning av bolagsstyrningskoden. Om så vore fallet vore det oerhört beklagligt eftersom såväl koden som lagrådsremissen syftade till att göra svenska näringslivet mer konkurrenskraftigt genom att kvalitetssäkra bolagsstyrningen gentemot internationella investerare.

Ett besynnerligt inslag i lagförslaget är att stämman inte kan besluta om riktlinjer som avviker från styrelsens förslag om inte detta leder till uppenbart lägre kostnader.³⁴⁷ Stämman får således inte fritt besluta om mer generösa principer om de så skulle anse påkallat. Givetvis kan stämman uppdra åt styrelsen att utforma ett nytt generösare förslag men begränsningen är likväl ett underkännande av stämmans omdöme.

Eftersom ABL omfattar alla aktiebolag tar Lagrådsremissen inte hänsyn till att skillnaderna är betydande mellan ett börsbolag och ett litet enmansbolag. Vissa av reglerna blir därmed inte helt verklighetsnära. Om lagen syftar till att tillhandahålla en basreglering är det positivt för marknaden då utrymmet ges för aktörerna att agera friare och själva utforma de närmare spelreglerna.³⁴⁸ Syftet med lagförslaget i Lagrådsremissen är emellertid att föra in mer detaljerade regler i ABL.

Beklagligt nog har Lagrådsremissen alltså inte tagits emot med samma förståelse som bolagsstyrningskoden. Den saknar näringslivets stöd vilket kan tyckas besynnerligt eftersom den bygger på samma sakkunskap som koden, den gemensamma modern till regleringarna är som bekant Förtroendekommissionen. Motviljan verkar därför hänföra sig till åsikten att bolagsstyrningsområdet helt enkelt inte borde lagstiftas i denna form. Medan flera röster förordar att ABL skall vara forumet för dessa regler,³⁴⁹ ställer sig näringslivet tämligen enade bakom självregleringsalternativet istället.

³⁴⁵ Bl.a. DN.se 8/3-05, DI 19/3-05 och Svenskt Näringslivs remissvar, Waymaker 4/3-05.

³⁴⁶ DN.se 8/3-05.

³⁴⁷ Lagrådsremissen s. 6, föreslagen lydelse av ABL 7 kap 61 § 2 st.

³⁴⁸ Hägg m.fl., s. 117 f.

³⁴⁹ Se bl.a. Finansinspektionens remissvar, RF Online 24/2-05 och vidare DI 20/10-04 och Affärsvärlden 8/12-04.

6.3.3 Synpunkter på gemensamma materiella bestämmelser

Kritiken har hård mot förslaget att ledningens ersättningar skall redovisas på individnivå. Redovisning av samtliga ledande befattningshavares ersättning i årsredovisningen har tyckts gynna främst rekryteringskonsulter då det blir uppenbart hur mycket olika chefer kostar att rekrytera över. Detta både skadar affärerna och driver upp ersättningsbeloppen.³⁵⁰ Mer svårköpt är däremot argumenten om att värna om ledningens integritet. Eftersom det inte är någon nyhet att börsbolagens högsta ledningar tjänar stora pengar kan det knappast överväga intresset av transparens att allmänheten även kan se hur mycket individerna tjänar i kronor och ören.

Stämmans uppgift att bestämma riktlinjer till ledningen har mötts av vissa synpunkter. Svenskt Näringsliv har påpekat att förfarandet i praktiken blir opraktiskt och Svenska Bankföreningen har gjort gällande en negativ inverkan på rekryteringsmöjligheterna. Lagrådsremissen förordar för främjandet av flexibilitet att riktlinjerna skall kunna utformas så att de kan frångås då styrelsen har legitima skäl för det.³⁵¹ Dylika uttalanden tycks mjuka upp reglerna men samtidigt skulle det kunna göra riktlinjerna tandlösa om de får frångås efter styrelsens godtycke. Därtill uttalade Sveriges Advokatsamfund en oro över ersättningsriktlinjer kan komma att missbrukas till att i retrospekt skänka legitimitet åt ersättningar som blivit oacceptabelt stora.³⁵² Det sistnämnda yttrandet är en befogad oro då företeelsen helt skulle urholka syftet med bestämmelserna om styrelsen och ledningen inte kunde ställas till ansvar för ersättningarna.³⁵³ I Lagrådsremissen tillbakavisas farhågan med att styrelsen även i fortsättningen har ansvar enligt ABL 8 kap. 3 § att ersättningarna är ändamålsenliga.³⁵⁴ Denna förklaring förefaller inte vara särskilt vattentät eftersom nämnda bestämmelse i ABL hitintills inte lyckats fungera som ett skydd mot orimliga ersättningar och vore den det skulle det saknas anledning att införa de lagförslag som förordas i Lagrådsremissen. En helt avgörande förutsättning för att ersättningsfrågan med fördel skall kunna förflyttas från styrelsen till stämmans mandat är att ägarna kan tillgodogöra sig innebörden av föreslagna incitamentsprogram. Den osofistikerade aktieägaren som har en diversifierad aktieportfölj är inte att räkna med i detta avseende utan blickarna riktas istället till de institutionella ägarna. Deras möjlighet att rannsaka incitamentsprogram är svår att yttra sig om. Professor Rolf Skog menar att de institutionella ägarna tidigare har misslyckats med att granska och förstå de många komplexa incitamentsprogrammen som finns.³⁵⁵ Det må hända att så har varit fallet men det måste rimligtvis finnas sätt för de institutionella ägarna att inhämta sådan kunskap utifrån. Givetvis finns det någonstans kompetens att ”läsa”

³⁵⁰ Kritik framför i bl.a. DN.se 8/3-05 och DI 19/3-05 och Svenskt Näringslivs remissvar, Waymaker 4/3-05.

³⁵¹ Lagrådsremissen, s. 46

³⁵² Lagrådsremissen avsnitt 5.6.1, s. 45.

³⁵³ Oron förmedlas i bl.a. DN.se 8/3-05, SvD 25/4-05.

³⁵⁴ Lagrådsremissen avsnitt 5.6.1, s. 46.

³⁵⁵ Corporate Governance Seminarium 17/9 2004.

incitamentsprogram och de ansiktslösa ägarna bör skaffa sådan kompetens eller anlita externa konsulter.

En återkommande anmärkning är att regleringarna kommer att kosta mycket *tid och pengar* för framförallt mindre börsbolag.³⁵⁶ Denna invändning kan dock trots dess riktighet motargumenteras med att regleringarna dels är förhållandevis billiga jämfört med motsvarande utländska regleringar och dessutom är dessa kostnader ett pris som näringslivet kollektivt får finna sig i för att återupprätta förtroendet.³⁵⁷ Visserligen kan hållas med om att regleringarna inte är närmelsevis lika behövliga i mindre bolag och bolag med starka majoritetsägare. I bolag med majoritetsägare kan dock ett beslut förankras lätt före stämman och beslutsreglerna kan istället tjäna till att öka transparensen för minoritetsägarna. Kritikerna menar att regleringen kan hämma entreprenörsandan hos de mindre företagen utan för dem endast bli en belastning.³⁵⁸ Alla regleringarnas dylika nackdelar måste vägas mot intresset av att återupprätta förtroendet för näringslivet. Med detta menas att vissa avigsidor, såsom större tidsåtgång och högre administrationskostnader, måste tålas i ansträngningarna att skydda näringslivet från ytterligare bonusskandaler. Bolag med rykte om ett föredömligt corporate governance arbete kan dessutom tänkas gynnas genom en goodwillvinst.

Många menar vidare att det *inte går att reglera bort girighet* och att regelverken inte kommer att tjäna sina syften så länge andan saknas.³⁵⁹ Det har sagts att regleringarna är slag i luften eftersom de inte rår på bristande etik men att de endast behövs i företag med bristande kultur och oetiska ledningspersoner.³⁶⁰ Man kan dock konstatera att andan i allra högsta grad finns hos den breda allmänheten och i syfte att återskapa den avsedda andan hos potentiella förövare torde reglering fungera utmärkt.

6.4 Slutsats

Frågan om lagreglering eller självreglering är det lämpligaste sättet att komma till rätta med orimliga bonusar kommer naturligtvis att besvaras olika beroende på vem man frågar. Det krävs inte mycket bakgrundskunskap för att konstatera att en kombination av dem båda vore det optimala men det vanskliga ligger i att avgöra var tungvikten ska ligga i balansen mellan de två regleringsformerna. I näringslivet hör man ett rungande stöd för självreglerande lösningar såsom bolagsstyrningskoden medan statliga företrädare reagerade med att föreslå lagstiftning trots kodens lansering.

³⁵⁶ Se t.ex. DI 19/3-05.

³⁵⁷ DN 12/3-05.

³⁵⁸ DN 29/9-04, DI 4/10-04, VA 13/12-04.

³⁵⁹ DI 10/3-05.

³⁶⁰ SvD 8/4-04 och DN 29/9-04.

Det kan vara frestande att i jämförelsen mellan dessa två normbildningssystem helt enkelt räkna antalet för- respektive nackdelar och utifrån det avgöra vilken som är den optimala formen av reglering. Systemens olika styrkor måste emellertid viktas. Dessutom framgår tydligt att många fördelar med respektive regleringsform är kopplad till en korresponderande nackdel. Självregleringens befarade partsintressen vägs exempelvis upp av dess närhet till marknaden och dess bas av expertkunskap. Lagregleringens högre samhällskostnader vägs upp av dess säkrare, sanktionerbara efterlevnad. De mest essentiella egenskaperna för en associationsrättslig reglering är att den dels är effektiv och dels, eventuellt i andra hand, att den i minsta möjliga mån stör den fria marknadens krafter. Det senare uppfylls bäst av självreglering medan det förstnämnda helt är beroende av bestämmelsens materiella innehåll.

Det råder ingen som helst tvekan om att lagreglering inte står högt på näringslivets önskelista. Den övervägande välvilliga inställningen till förekomsten av en bolagsstyrningskod förefaller i allra högsta grad vara kopplad till det överhängande hotet om lagstiftning. Detta i sig kan vara rätt eller fel men faktumet talar oavsett för koden eftersom ett brett stöd hos regeladressaterna är viktigt för efterlevnaden, även beträffande lagstiftning. Koden förkroppsligar på många sätt en kompromiss mellan det uppenbara behovet av åtstramning och den privata sektorns intresse (och i förlängningen allmänhetens intresse) av att inte hämmas av byråkrati och formalia. Ordet kompromiss kan ha en negativ klang i regleringshänseende men i detta fall må hända att detta får accepteras då det är viktigt att näringslivet är ombord och har respekt för regleringen.

Det är inte sällan lagstiftning tillkommer som en reaktion på uppblussade problem, det är inte särskilt vågat att påstå att många åtgärder att reglera frågor kring ersättning till bolagsledningar är responser till Skandias bonuskandal. Lagstiftning som ad hoc-ingripande är inte alltid helt lämpligt med tanke på att en förhastad reglering kan bli cementerad utan att ha förankring på marknaden. De brister i självregleringens effektivitet som man redan kunnat konstatera p.g.a. inträffade företagsskandaler bör enligt ovan förstärkas med lagstiftning. I övrigt vore det bra att i största möjliga mån inledningsvis låta frågorna styras av självreglering och att eventuellt i efterhand korrigera olämpliga inslag när konsekvenserna har kunnat analyseras. Då kan sneda resultat justeras med lagstiftning eller förstärkande av sanktionssystemet. När befintlig och fungerande självreglering överförs ograverad till lagstiftning, *utan* att först ha konstaterat bristande efterlevnad av självregleringen, har många viktiga överväganden förbisett. Denna uppsats har sammantaget förmedlat bilden att lagstiftning inte bör vara ett självändamål. Av den anledningen kan det ifrågasättas varför ett lagstiftningsförslag om ersättningar till ledande befattningshavare läggs fram innan den nya bolagsstyrningskoden fått chansen att testas. Självreglering bör inte ses som ett kapitulerande av lagstiftaren utan snarare som att ett aktivt, understött beslut tagits att avstå från lagstiftning då effektivitet och välfärd kan åstadkommas med självreglering.

Mot bakgrund av de allmänna aspekterna på regleringsfrågan som kom till uttryck i kapitel 6.1 synes koden i sin egenskap av självreglering ha ett rättsekonomiskt övertag i förhållande till lagstiftning samtidigt som dess flexibilitet lämpar sig väl till en dynamisk och föränderlig miljö såsom värdepappersmarknaden. Dock kan just frågan om uppdatering och redigering av principerna orsaka huvudbry. Vissa skeptiker menar att förändringsprocessen kommer att avstanna för att regler satts på pränt och att kodens innehåll kommer att bli statiskt.³⁶¹ Avsnitt 6.2 har visat att koden i stor utsträckning hade hindrat omfattningen av bonuskarusellen i Skandia. Det som återstår att besvara är huruvida koden kan mana till efterrättelse och bli effektiv samt åtnjuta såväl allmänhetens som näringslivets förtroende trots att den tillkommit genom marknaden och inte den offentliga makten, låt vara på statligt initiativ. Mot bakgrund av det ovan anförda i avsnitt 6.3.1. har bolagsstyrningskoden, inte trots utan på grund av att den har sin vagga i näringslivet, goda förutsättningar för att bli lika effektiv som en motsvarande lagstiftning. Det har framgått på flera ställen i denna uppsats att självreglering bör premieras framför lagreglering om dessa har samma förutsättningar att bli effektiva. Detta skapar starka argument för att i första hand reglera frågorna om ersättning i bolagsstyrningskoden och avvakta med lagstiftning tills detta skulle visa sig behövt. Koden är dock ännu långt från perfekt och flera brister har diskuterats i detta kapitel vilket understryker vikten av fortsatt utvärdering. Trial and error kan härvid vara ett lyckat koncept.

Med detta sagt kan det samtidigt konkluderas att vissa materiella regler gör sig bäst i form av självreglering medan andra bestämmelser skulle få bättre effekt om de infördes i ABL utan att för den sakens skull tynga bolagen med onödig byråkrati. Samspelet mellan lag och självreglering bör utnyttjas för att ta vara på de respektive fördelarna och balansera ut svagheter. För flertalet bestämmelser tycks en kombination kunna ge bäst resultat. En portalparagraf i lag tillförsäkrar efterlevnaden medan riktlinjer och rekommendationer i form av självreglering konkretiserar lagbestämmelsens innehåll utan att vara tvingande, tyngande eller statisk. Med utgångspunkten att lagregleringen skall hållas till ett minimum till förmån för självregleringen skall några bestämmelser beröras konkret. Utöver det som framgått i kapitel 6.3.1 och 6.3.2 bör följande gälla för ett antal utpekade bestämmelser som lämpar sig särskilt för endera form av reglering.

Det vore lämpligt att ABL stadgade styrelsens grundläggande uppgift och eventuellt att god styrelsesed skall beaktas vid beredning och beslut. Men ABL kan inte gärna gå mycket längre än så för att ge god styrelsesed en innebörd. Likt god revisionssed låter det sig inte lagstiftas utan bör konkretiseras av en branschorganisation eller annat privat organ.³⁶² Styrelsens uppgifter och ansvar bör alltså med fördel lämnas åt AmN, StyrelseAkademien, Stockholmsbörsen eller Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Bolagsstyrningskoden förespråkar öppen dialog i styrelsen samt särskilda beslutsprocedurer.

³⁶¹ DI.se 22/4-04

³⁶² Hägg m.fl., s. 123 ff.

Utöver de regler som sedan tidigare har egenskap av lag, dvs ABL:s bestämmelser om bolagens maktfördelning, bolagsfunktionärernas ansvar, jäv mm. finns ett antal bestämmelser i Lagrådsremissen som är väl lämpade för att lagstiftas. Detta för att ge bestämmelsen önskat genomslag och för att lättare kunna koppla dem till sanktioner. De föreslagna *beslutsreglerna* i Lagrådsremissen och koden kommer tveklöst att göra bolagens beslutsgångar krångligare. Detta kan dock vara en anledning till att lagfästa hur besluten om ersättningar skall tas. Reglerna är inte av det detaljerade slaget som skulle kunna skapa problem p.g.a. att de inte är anpassade till bolagens skiftande behov, utan konformitet kan tvärt om vara eftersträvansvärt i fråga om beslutsreglerna. Här bör lagstiftarens vilja att likrikta hörsammas i strävan att bygga en gemensam standard som kommer att återupprätta förtroendet för marknaden. Dessa bestämmelser bör tillämpas av alla omfattade bolag varför en bakdörr med en möjlighet för bolaget att förklara sig ur efterlevnad på denna punkt inte skall behövas. Kraven på *valberedning och ersättningskommitté* bör också med fördel kunna lagstadgas då det synes vara för enkelt att göra avsteg från kravet att tillsätta sådana organ med hänvisning till att dessa frågors beredning behandlas tillfredställande i styrelsen. Därmed förloras syftet med bestämmelserna. Beredning i särskilda utskott istället för direkt på stämman bör inte innebära stora tids- eller effektivitetsförluster.

Slutligen finns aspekter som inte låter sig regleras alls, där såväl lagreglering som självreglering vore olämpliga styrinstrument p.g.a. frågans natur och marknadens behov av att skapa flexibla och dynamiska lösningar. Exempelvis är *incitamentsprogrammets utformning och villkor* frågor som inte riktigt åtkoms med vare sig lag- eller självreglering. Det är iögonfallande att många av belöningsprogrammets inneboende potentiella faror, beskrivna i kapitel 3, såsom missriktade incitament, bristande koppling mellan prestation och belöning, möjlighet till manipulation m.m. inte har gjorts till föremål för den reglering som redogjorts för i uppsatsen. Visst regleras utspädning och att programmen skall vara "rimligt" tilltagna men mer specifik än så kan och bör regleringen inte vara. Eftersom olämpliga belöningsvarianter inte kan stävjas med reglering får dessa istället åtkommas indirekt genom annan reglering avseende t.ex. informationskrav, beslutsvägar och krav på extern rådgivning. Lämplighetsbedömningen lämnas då till aktieägarnas diskretion, då dessa enligt lag eller kod skall besluta om ersättningsprinciper mm. Detta kan dock med tanke på informationsasymmetrin föranleda ett praktiskt problem i att gemene aktieägare har svårt att bedöma rimlighet och konsekvens av ett föreslaget incitamentsprogram. Ägarna blir därmed liksom tidigare beroende av valberedningen eller styrelsens förslag med skillnaden att styrelsen inte längre ens ansvarar för beslutet. Aktieägaren eller representanten för en institutionell ägare bör vara införstådd med övervägandena och variablerna som beskrivits förenklat i kapitel 3 för att kunna ta en välunderbyggt beslut.

Storleken på ersättningarna i kronor och ören är en brännhet fråga som enligt min mening är direkt olämplig att reglera.³⁶³ Anledningen till detta är att ledningsanställda måste få värderas av marknaden utifrån hur eftertraktade de är. Eftersom humankapitalet i allra högsta grad kan innebära konkurrensfördelar för bolaget bör även konkurrens råda i strävan efter att knyta de bästa nyckelmedarbetarna till sig. Dessutom är det viktigt att påpeka att Sverige inte är en isolerad marknad i detta hänseende och att ersättningarna kommer att anpassas till den internationella standarden varvid storleksbegränsningar skulle missgynna svenskt näringsliv i jakten på personal. Till detta resonemang kan dock fogas en brasklapp med en poängterande att VD löner i t.ex. USA är enormt stora för att det långt mer spridda ägarklimatet kräver mer omfattande incitamentsprogram för att bevaka ledningen och hålla nere agentskostnaderna. Detta drar upp ersättningsnivåerna i Sverige trots att det underliggande problemet inte är lika påtagligt i det svenska företagsklimatet präglad av starka kontrollägare. Skulle några lösa riktlinjer ändå vilja formuleras om ersättningarnas storlek bör dessa endast verbaliseras genom frivillig självreglering. Självregleringen måste i så fall också vara branschspecifik och anges för olika bolagsstorlekar. Spannet för bonusar och incitamentsprogrammets maximala utfall kan då exempelvis uttryckas som ett proportionellt förhållande till grundlönen.

I djungeln av självreglering har bolagsstyrningskoden bidragit med en gemensam standard som är ovärderlig men kompletterande föreskrifter bör formuleras för varje bransch för sig för att kunna ta hänsyn till skiftande behov. För att stärka förtroendet för näringslivet räcker det dock inte med ett tillfredsställande regelverk. Det behövs vidare en balans mellan normer, regler och sanktioner så att det blir synligt för allmänheten att brott mot reglerna innebär en stor upptäcksrisk och föranleder kännbara sanktioner. Fallerar någon av dessa länkar försvagas hela systemet.

³⁶³ Tak för bonusar och incitamentsprogramms maximala utfall i de enskilda fallen bör däremot absolut fastställas på företagsnivå.

Litteraturförteckning

Offentligt tryck

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

Prop. 2004/05:24 Internationell redovisning i svenska företag

Prop. 2003/04:109 Förstärkt skydd för försäkringstagare i livförsäkringsbolag

SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning

SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet

SOU 2004:47, Bilagedel, Ersättningssystem i svenska börsbolag, av Nordic Investor Services (cit. Nordic Investor Services)

SOU 2004:47, Bilagedel, Reinius Ulla, ”Corporate Governance, Om ett språk och dess dialekter” (cit. Reinius).

SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning, förslag från Kodgruppen

SOU 1997:168 Vinstutdelning i aktiebolag

Litteratur

Bergström, Claes och Samuelsson, Per ”Aktiebolagets grundproblem –En rättsekonomisk analys”, Nerenius & Santéus Förlag AB, Angered 1997 (cit. Bergström-Samuelsson I)

Bergström, Claes och Samuelsson, Per ”Aktiebolagets grundproblem –En rättsekonomisk analys”, 2 uppl., Norstedts Juridik AB, Göteborg 2001 (cit. Bergström-Samuelsson II)

Borg, Mikael ”Aktierelaterade incitamentsprogram –en civilrättslig studie”, Jure Förlag AB, Stockholm 2003 (cit. Borg)

Dahlgren, Bo ”VD och verkligheten –En handbok för VD, styrelse och aktieägare”,

| | |
|---|---|
| | Norstedts Juridik, Stockholm 1992 (cit. Dahlgren) |
| Dahlgren, Bo och Moberg, Krister | ”Nyckeln till styrelserummet”, Norstedts Förlag, Göteborg 1990 (cit. Dahlgren-Moberg) |
| Dotevall, Rolf | “Bolagsledningens skadeståndsansvar”, Norstedts Förlag, Stockholm 1999 (cit. Dotevall) |
| Hägg, Ingemund (red) | “God styrelsesed”, SNS Förlag, Stockholm 1996 (cit. Hägg m.fl.) |
| Hörnberg, Johan och Rapp, Magnus | ”Aktierelaterade incitamentsprogram”, Stiftelsen för Börsrätt, Stockholm 2002 (cit. Hörnberg-Rapp) |
| Jansson, Per-Ola | ”Regelbildning på värdepappersmarknaden”, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1995 (cit. Jansson) |
| Johansson, Svante | ”Bolagsstämma”, Juristförlaget JF B, Stockholm 1990 (cit. Johansson) |
| Kristiansson, Björn | ”Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år”, Norstedts Juridik AB, Stockholm 1996 (cit. Kristiansson) |
| Kågerman, Pontus | ”Värdepappersmarknadens regelsystem”, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2001 (cit. Kågerman) |
| Macey, Jonathan R. | ”Svensk aktiebolagsrätt i omvandling”, SNS Förlag, Stockholm 1993 (cit. Macey) |
| Nachemson-Ekwall, Sophie och Carlsson, Bengt | ”Guldregn: sagan om Skandia”, Bonnier fakta, Stockholm 2004 (cit. Nachemson-Ekwall) |
| Smitt, Raoul, Andersson, Jan m.fl. | ”VD Avtalet”, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2004 (cit. Smitt m.fl.) |

- Smitt, Raol, Wiberg, Lars m.fl. ”Belöningsystem –nyckeln till framgång”, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2002 (cit. Smitt II)
- Söderström, Hans T, Berglöf Erik m.fl. ”Ägarmakt och omvandling” Ekonomirådets Rapport 2003, SNS Förlag, Kristianstad 2003 (cit. Söderström m.fl.)

Orefererad litteratur

- Isaksson, Mats och Skog, Rolf (red) ”Aspects of Corporate Governance”, Juristförlaget, Stockholm 1994

Periodika

- Haglund, Lars ”Lagreglering eller självreglering – vad tycker lagstiftaren?”, SvJT 2001, s. 263 (cit. Haglund, SvJT)
- Josefsson, Carl ”Lagstiftning eller självreglering? Olika aspekter på frågan om när och hur lagstiftningsargumentet bör användas”, SvJT 2001, s. 206 (cit. Josefsson, SvJT)
- Molander, Per ”Lagstiftning eller självreglering bland rationella aktörer”, SvJT 2001, s. 234 (cit. Molander, SvJT)
- Pålsson, Anne-Marie ”Lagreglering eller självreglering av marknaden för finansiell rådgivning”, SvJT 2001, s. 248 (cit. Pålsson, SvJT)
- af Sandeberg, Catharina ”Fungerar självreglering på värdepappersmarknaden utan övervakning?”, Balans 2002 Nr 1, s. 36 (cit. Balans 2002)

Sjärvregleringar och rekommendationer

Svensk kod för bolagsstyrning, Fritzes Offentliga Publikationer, Stockholm 2004 (cit Svensk kod för bolagsstyrning)

”Exchange Rules 2003/2004 –Guide to the Listing Agreement and Listing Requirements”, Stockholmsbörsen AB, Stockholm 2003 (cit Exchange Rules 2003/2004)

Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy, 2003
www.aktiespararna.se/files/Ägarstyrningspolicy%200111.pdf
(cit. Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy)

Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy, 1999
(cit. Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy 1999)

Svenskt Näringslivs vägledning avseende ersättningar till VD och ledande befattningshavare
[http://sn.svensktnaringsliv.se/sn/publi.nsf/Publikationerview/9206C9FC5401CBFAC1256E4B004FECA2/\\$File/PUB200403-002-1.pdf](http://sn.svensktnaringsliv.se/sn/publi.nsf/Publikationerview/9206C9FC5401CBFAC1256E4B004FECA2/$File/PUB200403-002-1.pdf)

Övriga artiklar

| | |
|-----------------------------------|--|
| Arvidsson, Claes | SvD Ledare 9/5-03 (cit. SvD Ledare 9/5-03) |
| Bergin, Erik | ”Han sågar bolagskoden”, SvD Näringsliv 25/4-05 (cit. SvD Näringsliv 25/4-05) |
| Billing, Anders | ”Apropå koden: Kompiskommissionen missar det viktigaste”, Veckans Affärer 26/4-04 (cit. Veckans Affärer 26/4-04) |
| Carlsson, Bengt | ”Börsens största ägare sågar lagförslag”, DN.se 8/3-05 (cit. DN.se 8/3-05) |
| Hammarström, Martin | ”Reglerna riskerar bli pappersexercis”, DI 10/3-05 (cit. DI 10/3-05) |
| Haskel, Anders | ”Examensdag för Åsbrink”, VA 13/12-04 (cit. VA 13/12-04) |
| Hedelin, Jenny och Larsson, Karin | ”Uppförandekoden påverkar inte bonus”, DI 9/3-05 (cit. DI 9/3-05) |
| Jansson, Per-Ola | ”Kollegiet rätt sammansatt”, Veckans Affärer Ledare 21/3-05 (cit. Veckans Affärer 21/3-05) |

| | |
|--------------------------------------|---|
| Jigenius, Pär-Arne | ”Åsbrink klappar näringslivet”, SvD 29/11-04 (cit. SvD 29/11-04) |
| Kilner, Ander | GP 27/4-04 (cit. GP 27/4-04) |
| Lundell, Stefan | ”Sundewall tar över makten”, DI 19/3-05 (cit. DI 19/3-05) ”Saco kritiserar direktörlönerna”, DI 4/4-05 (cit. DI 4/4-05) |
| Malmqvist, Peter | ”Skötselkoden hade stoppat skandalen i Skandia”, Sydsvenska Dagbladet Ekonomi 25/4-04 (cit. Sydsvenska Dagbladet 25/4-04) |
| Nachemson-E, Sophie | ”Skärp lagen när självreglerarna sviker”, Affärsvärlden 8/12-04 (cit. Affärsvärlden 8/12-04) ”7 frågor: Hans Dahlborg, etikgeneral- koden ger pålästa ägare”, Affärsvärlden 19/1-05 (cit. Affärsvärlden 19/1-05) |
| Ollevik, Nils-Olof | SvD 24/3-04 (cit. SvD 24/3-04) |
| Olsson, Lova | SvD 7/4-04 (cit. SvD 7/4-04) |
| Namnlös | ”Rensa bland reglerna”, DI 4/10-04 (cit. DI 4/10-04) |
| | ”Dyra och krångliga regler för ledningarna”, DN 12/3-05 (cit. DN 12/3-05) |
| | ”Förtroendekommissionens förslag får många lov”, DI.se 22/4-04 (cit. DI.se 22/4-04) |
| Palutko Macéus, Karolina | ”Rydbeck slår tillbaka mot Forseke”, DI 23/4-04 (cit. DI 23/4-04) |
| Persson, Stefan och Bäckström, Urban | ”Kodförslaget hade stoppat H & M-aktien”, DN 29/9-04 (cit. DN 29/9-04) |
| Rosenberg, Göran | DN Ledare 21/12 2003 (cit. DN 21/12 2003) |
| Rossander, Olle | ”Storföretag struntar i Åsbrinks kod” DN 8/5-04 (cit. DN 8/5-04) |
| Sidenbladh, Erik | ”Näringslivet sågar bonusutspel”, SvD 8/4-04 (cit. SvD 8/4-04) |

| | |
|-----------------------------------|--|
| Sköld, Maria och Wahlberg, Per | Göteborg-Posten 5/2-04 (cit. GP 5/2-04) |
| Steneberg, Kristofer | ”De har redan lärt sig Åsbrinks läxa”, DI 17/6-04 (cit. DI 17/6-04) |
| Svedbom, Anna | ”Åsbrink splittrar FI”, DI 20/10-04 (cit. DI 20/10-04) |
| Wahlin, Erik | SvD Näringsliv 29/3-05 (cit. SvD 29/3-05) |
| Waymaker | ”Kollegiet för svensk bolagsstyrning”, Waymaker 28/2-05 (cit. Waymaker 28/2-05) |
| Waymaker | ”Svenskt Näringsliv: Regeringens lagförslag ... skjuter högt över målet”, Waymaker 4/3-05 (cit. Waymaker 4/3-05) |
| Åsbrink, Erik | ”Det blir betydande ändringar i uppförandekoden för bolag”, DN 22/10-04 (cit. DN 22/10-04) |

Övrigt

| | |
|--|--|
| Rydbeck, Otto och Tidström, Göran | Granskningsrapport Försäkringsaktiebolaget Skandia (publ), http://www.sr.se/diverse/ appdata/isidor/files/748.pdf (cit. Skandiarapporten) |
| Skog, Rolf | Anförande vid Corporate Governance seminarium, British Institute of Comparative Legal Studies, London 17 september 2004 (cit. Corporate Governance Seminarium 17 september 2004) |
| Tson Söderström, Hans m.fl | Referat från anförande vid SNS seminarium 10/11-03, www.sns.se/zino.aspx?articleID=4 77 (cit. SNS seminarium 10/11-03) |
| Tson Söderström, Hans; Nicolin, Thomas; Jensen, Michael m.fl. | Referat från anföranden vid SNS seminarium 6/4-05 ”Hur mycket ska en VD kosta?” |

www.sns.se/zino.aspx?articleID=947 (cit. SNS seminarium 6/4-05)