



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Mikael Borg

Aktierelaterade
incitamentsprogram
- en civilrättslig undersökning -

Examensarbete
20 poäng

Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt/Börsrätt

HT 2001

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och avgränsningar	6
1.3 Metod och material	8
1.4 Disposition	9
1.5 Introduktion till vissa begrepp	10
2 ALLMÄNT OM AKTIERELATERADE INCITAMENTSPROGRAM	12
2.1 Definition av aktierelaterade incitamentsprogram	12
2.2 Introduktion till optionsteori	13
2.3 Skäl för att introducera aktierelaterade incitamentsprogram	16
2.3.1 Särskilt om skäl för att introducera aktierelaterade incitamentsprogram i förhållande till ledande befattningshavare	18
2.4 Skäl mot att introducera aktierelaterade incitamentsprogram	21
2.5 Introduktion till Leo-lagen och Aktiemarknadsnämnden	23
2.5.1 Leo-lagen – uppkomst och tillämplighet	23
2.5.2 Aktiemarknadsnämnden och god sed på aktiemarknaden	25
2.6 Personaloptioner	28
2.6.1 Personaloptionen – ett i civilrättsliga sammanhang olyckligt begrepp	28
2.6.2 Fördelar och nackdelar med personaloptioner	31
3 KÖPTIONER	34
3.1 Allmänt om köptionsprogram	34
3.2 Köptionsprogram när inte arbetsgivarbolaget är utställare	36
3.2.1 Leo-lagens direkta tillämplighet vid köptionprogram	38
3.2.2 God sed på aktiemarknaden	39
3.3 Köptionsprogram när arbetsgivarbolaget är utställare	44

3.3.1	Regleringen vid ett aktiebolags förvärv av egna aktier	46
3.3.2	Regleringen vid ett aktiebolags överlåtelse av återköpta aktier	48
3.4	Analys av den rättsliga regleringen kring köptionsprogram	52
4	TECKNINGSOPTIONER	56
4.1	Allmänt om teckningsoptionsprogram	56
4.1.1	Teckningsoptioner och förfoganderättsinskränkningar	59
4.2	Rättslig reglering vid utfärdande av teckningsoptionsprogram	63
4.2.1	God sed på aktiemarknaden	68
4.3	Analys av den rättsliga regleringen kring teckningsoptionsprogram	72
4.3.1	Framtida reglering av teckningsoptionsprogram	74
5	KONVERTIBLA SKULDEBREV	76
5.1	Allmänt om konvertibelprogram	76
5.2	Rättslig reglering vid utfärdande av konvertibelprogram	78
5.2.1	God sed på aktiemarknaden	79
5.3	Analys av den rättsliga regleringen kring konvertibelprogram	79
6	SYNTETISKA OPTIONER	81
6.1	Allmänt om syntetiska optionsprogram	81
6.2	Rättslig reglering vid utfärdande av syntetiska optionsprogram	85
6.2.1	God sed på aktiemarknaden	86
6.3	Analys av den rättsliga regleringen kring syntetiska optionsprogram	88
7	SAMMANFATTANDE DISKUSSION	91
7.1	Skillnader och likheter mellan de olika aktierelaterade incitamentsprogrammen	91
7.2	Slutsatser avseende den företagna rättsliga analysen	94
7.3	Avslutande tankar	95
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	97

Sammanfattning

Förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram har ökat markant under de senaste åren. Allt fler bolag använder sig av denna incitamentsform i en strävan att förmå de anställda att arbeta mer effektivt genom att knyta dem hårdare till företagets resultatutveckling.

Utfärdandet av ett aktierelaterat incitamentsprogram innebär att ett arbetsgivarbolag låter utvalda ledande befattningshavare och andra anställda i bolaget få del av en rättighet vars värde är relaterat till värdet på aktierna i arbetsgivarbolaget. Det absolut vanligaste är att de utfärdande bolagen för att åstadkomma detta använder sig av någon sorts optionsrättighet.

Ett aktierelaterat incitamentsprogram kan baseras på ett antal olika rättighetstyper. Fyra huvudgrupper kan emellertid urskiljas som samtidigt är de mest frekvent förekommande på marknaden.

Köptionsprogram baseras på utfärdandet av köptioner avseende redan befintliga aktier i arbetsgivarbolaget. Ett sådant program kan genomföras på två principiellt skilda sätt. Antingen använder sig arbetsgivarbolaget av en tredje part, ofta en huvudaktieägare, som står som utfärdare av köptionerna eller så står arbetsgivarbolaget själv som utfärdare av köptionerna. Det senare förfarandesättet är emellertid endast tillgängligt för marknadsnoterade bolag emedan endast sådana bolag har möjlighet att återköpa egna aktier.

Teckningsoptionsprogram och konvertibelprogram baseras på utfärdandet av teckningsoptioner respektive konvertibla skuldebrev. Deltagare i program av denna typ ges således en rätt till nyteckning av aktier i arbetsgivarbolaget. Utfärdandet av sådana program måste av denna anledning följa reglerna om tillskottsemissioner i 5 kap. ABL. Som en naturlig följd av detta är det endast arbetsgivarbolaget självt som kan stå som utfärdare.

Syntetiska optionsprogram baseras på utfärdandet av syntetiska optioner. Till skillnad från övriga aktierelaterade incitamentsprogram berättigar inte deltagande i ett syntetiskt optionsprogram till framtida förvärv av aktier i arbetsgivarbolaget. Istället erhålles en kontant slutregleringslikvid vars storlek är relaterad till kursutvecklingen på aktierna i arbetsgivarbolaget. Syntetiska optioner är i denna mening konstgjorda.

Vid utfärdandet av aktierelaterade incitamentsprogram har bolagen att beakta bestämmelserna i ABL och Leo-lagen. Även AmN:s praxis avseende god sed på aktiemarknaden bör följas.

Den civilrättsliga reglering som aktualiseras vid genomförandet av aktierelaterade incitamentsprogram förefaller emellertid inte vara avpassad för att utnyttjas för sådana ändamål, utan har många gånger sin plats i lagstiftningen av helt andra skäl. Detta medför en rad tillsynes onödiga tillämpningsproblem vid utfärdandet av aktierelaterade incitamentsprogram. Det är exempelvis fortfarande inte möjligt för ett aktiebolag att emittera fristående teckningsoptioner och det saknas en lagteknisk samordning

mellan de olika bolagsstämmobeslut som krävs för genomförande av ett köptionsprogram baserat på egna återköpta aktier. Ytterligare ett flertal tveksamheter förekommer i den befintliga regleringen.

Dessa tillämpningsproblem skulle dock utan större svårighet kunna åtgärdas om lagstiftaren tog ett samlat analytiskt grepp om de frågor som är hänförliga till aktierelaterade incitamentsprogram. En sådan analys saknas emellertid fortfarande från lagstiftarens sida.

Förord

Uppslaget till föreliggande arbete fick jag sommaren 2000 då jag som sommarpraktikant på en större affärsjuridisk byrå för första gången kom i kontakt med aktierelaterade incitamentsprogram. En inte obetydlig del av min tid den sommaren bestod i att ta fram dokumentation avseende sådana incitamentsprogram. Den omständigheten att jag i mitt arbete fick upprätta skuldebrev om ett nominellt belopp på en (1) krona, för att sedan kunna knyta teckningsoptionsbevis till dessa, fick mig att misstänka att den befintliga regleringen på området inte i alla delar var anpassad till näringslivets praktiska behov. Jag har sedan tålmodigt bidat min tid för chansen att få sammanfatta mina tankar i detta avseende. En chans som sålunda uppenbarade sig i samband med skrivandet av föreliggande examensarbete.

Bland dem som varit mig behjälpliga vid författandet vill jag först och främst tacka min handledare juris doktor Torsten Sandström som har bidragit med vägledning, stöd och uppmuntran, inte bara under författandet av detta arbete, utan under stora delar av utbildningen.

Ett stort tack bör också riktas till professor Per Samuelsson som generöst har delgivit sina synpunkter på ett antal av de i uppsatsen förda resonemangen.

Sist men inte minst förtjänar juris studenterna Andreas Ekstrand och Kristofer Magnusson ett varmt tack. Andreas Ekstrand har tagit del av hela manuskriptet och därvid bistått såväl med konstruktiv kritik som med korrekturläsning. Kristofer Magnusson har vid ett flertal tillfällen varit tillgänglig för berikande diskussioner med anknytning till det här behandlade ämnet.

Lund 2002-02-12

Mikael Borg

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AmN	Aktiemarknadsnämnden
DI	Dagens Industri
JT	Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet
LBC	Lagen (1992:543) om börs och clearingverksamhet
LEO-lagen	Lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m.
NBK	Näringslivets Börskommitté
PRV	Patent- och registreringsverket
SN	Skattenytt
SvSkt	Svensk Skattetidning
VD	Verkställande direktör

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Frågor om olika former av incitamentsprogram och belöningsystem till ledande befattningshavare och övriga anställda har ökat markant under de senaste åren. Idag har mer än hälften av alla aktiemarknadsbolag ett eller flera pågående incitamentsprogram. Bland de största bolagen är andelen ännu högre. Närmast dagligen kan man i affärspressen ta del av rapporter om nya utfärdade incitamentsprogram eller tidigare utfärdade sådana som av någon anledning ånyo uppmärksammas.

En allt hårdare konkurrens om dugliga företagsledare och det ökade beroendet av humankapital i form av kompetenta nyckelpersoner i kunskapsintensiva branscher kan anföras som några förklaringar till den markanta ökningen. Det hela är givetvis också påskyndat av den allmänna ekonomiseringen som västvärlden undergår.

Trenden idag är sådan att företagen erbjuder sina anställda aktierelaterade incitamentsprogram, oftast någon typ av optionsprogram, som ger de anställda en framtida rätt att teckna aktier i bolaget. På så sätt kan de mest betydelsefulla anställda knytas hårdare till företaget än vad som kan förmås genom ordinära anställningskontrakt och förmåner.

Tanken som sådan, att i framtiden nåbara belöningar skall motivera till mer effektivt arbete, är givetvis inte ny. Internationellt har aktierelaterade incitamentsprogram också använts i mycket större omfattning än vad som skett hittills i Sverige. De ursprungliga uttrycken för dylika åtgärder kan sökas så långt tillbaka i tiden som 1940-talet då det i USA förekom att ledande funktionärer i aktiebolag erhöll optionsrättigheter såsom löneförmåner.

Det är dock först på senare år i samband med näringslivets internationalisering som samma möjligheter fullt ut har öppnats för den svenska aktiemarknaden.

Följdriktigt har också en debatt vuxit fram i Sverige kring olika incitamentsprogram. I Sverige är ännu inte toleransen och den allmänna förståelsen för företeelsen lika stor som internationellt. Den allmänna debatten handlar därför fortfarande i stor utsträckning om ideologiska överväganden och huruvida det är lämpligt med en ordning där aktierelaterade incitamentsprogram blir en allt vanligare, med anställningen förknippad, företeelse.¹

¹ Ett av många exempel är den inflammerade debatt som uppkom under våren 2000 med anledning av Skandialedningens aktierelaterade incitamentsprogram. Beloppen ansågs i detta fall av många bli orimligt stora. Även skattemyndigheterna har synpunkter på förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram. Uppenbarligen finns det en viss tendens

Vid sidan av denna diskussion har också den rättsvetenskapliga litteraturen börjat behandla med incitamentsprogram samhörande frågor. Främst är det dock de skatterättsliga aspekterna som fått en mer genomgående belysning. Vad gäller den civilrättsliga regleringen kring aktierelaterade incitamentsprogram står fortfarande inte någon mer utförlig samlad framställning av problematiserande natur att finna.

Med tanke på den betydelse som incitamentsprogram redan idag har i samhället får detta betecknas som en brist. Författarens förhoppning är i all blygsamhet att med följande arbete, åtminstone i någon mån, råda bot på denna brist.

1.2 Syfte och avgränsningar

Det primära syftet med föreliggande arbete är att i en samlad framställning presentera och problematisera den civilrättsliga regleringen kring aktierelaterade incitamentsprogram.

Härvidlag skall uppmärksammas att undersökningen är avgränsad så tillvida att det endast är den reglering som omgärdar *incitamentsprogram som härstammar från aktiebolag* som skall behandlas. En sådan avgränsning förefaller naturlig då många av de frågor som infinner sig beträffande aktierelaterade incitamentsprogram har en specifik aktiebolagsrättslig prägel. Med detta inte sagt att en undersökning inte även skulle kunna omfatta incitamentsprogram introducerade inom ramen för andra organisationsformer. Föreliggande arbete har dock inte några sådana ambitioner.

Däremot omfattar undersökningen *samtliga typer av aktiebolag*. Någon begränsning relaterad till storlek eller börsnotering återfinns således inte. Tanken är istället att framställningen i denna del skall vara heltäckande och belysa de skillnader som kan finnas i regleringen olika typer av aktiebolag emellan.

Vid sidan av aktierelaterade incitamentsprogram förekommer det på marknaden en mängd andra typer av bonussystem som kan sägas medföra en incitamentshöjande effekt. Vanligt är att bonussystem inrättas som består av en mer strikt löneanknuten förmån och utgörs då exempelvis av en rörlig lönedel vid sidan av den fasta löneinkomsten. Den rörliga bonuslönen kan sedan vara avhängig av en mängd faktorer, beroende på vilka syften arbetsgivaren har med bonussystemet. Det kan röra sig om en koppling till strikt ekonomiska förhållanden som när bonussystemen relateras till företagets resultat eller kassaflöde, men det kan också vara fråga om mer skönsmässiga kriterier som gott ledarskap och visad plikt känsla. Gemensamt för dylika bonussystem är att de främst regleras av arbetsrätten och den

hos deltagarna i incitamentsprogrammen att inte deklarerat för sina optionsvinster med anledning av programmen. Se angående det senare förhållandet DI 2002-02-11.

allmänna obligationsrätten. Det är sällan som rena aktiebolagsrättsliga frågeställningar aktualiseras i dessa sammanhang.

Föreliggande undersökning begränsar sig också, som framgått, till aktierelaterade incitamentsprogram. Andra förekommande varianter av mer eller mindre ordinära incitamentshöjande åtgärder såsom bonussystem och vinstdelningssystem m.m. kommer således inte att behandlas.

Under förutsättning av att arbetet inte skall svälla över alldeles för mycket är det emellertid, trots denna avgränsning, inte möjligt att utförligt behandla ens samtliga former av aktierelaterade incitamentsprogram. Framställningen kommer sålunda i huvudsak behandla de incitamentsprogram som är mest frekvent förekommande på marknaden. Ett annat urvalskriterium har varit att välja de incitamentsprogram som kan betecknas såsom varande något av ”grundformer” i förhållande till övriga existerande program.

Arbetet kommer således att avhandla köpoptioner, teckningsoptioner, konvertibla skuldebrev och syntetiska optioner. Den uppsjö av incitamentsprogram, i form av korsningar och varianter av dessa och andra program, som också kan påträffas kommer som mest att beröras i anslutning till ”grundformerna”.

Till den civilrättsliga normsfären räknas, inom ramen för detta arbete, förutom regelrätt civilrättslig lagstiftning också andra bestämmelser som snarare har karaktären av självreglering, men samtidigt också har en normerande verkan för marknadsaktörer och som dessutom kan sägas vara av civilrättsligt slag.

Den företagna undersökningen omfattar emellertid inte den skatterättsliga regleringen. Vissa av de skatterättsliga aspekterna är dock så viktiga och intimt sammanknippade med ämnet att de kommer att beröras trots arbetets huvudsakligen civilrättsliga karaktär.

En av undersökningens utgångspunkter är att flertalet av de rättsliga institut som används för att genomföra aktierelaterade incitamentsprogram egentligen inte alls är avsedda att reglera förfaranden av denna sort, utan istället har sin plats i lagstiftningen av helt andra skäl.

Ett sekundärt syfte med arbetet är att utreda huruvida detta förhållande har någon praktisk betydelse vad gäller genomförandet av aktierelaterade incitamentsprogram, samt om något i så fall kan anföras *de lege ferenda* för att förbättra situationen.

Den undersökta regleringen är slutligen geografiskt begränsad till Sverige och svensk lagstiftning. Vissa smärre komparativa inslag kommer dock att finnas främst i den normativa delen av arbetet för att belysa alternativa lagstiftningslösningar.

1.3 Metod och material

Förevarande arbete utgår i grunden från en konventionell juridisk metod av rättsdogmatisk modell. Forskningsuppgiften kan således beskrivas som att systematisera och strukturera inom ämnesområdet befintligt källmaterial samt att genom en på denna materialbehandling byggd deduktiv analys presentera på området allmängiltiga regler. Det presenterade resultatet skall naturligtvis också korrespondera med det angivna syftet.

Då det behandlade ämnet har flera praktiska beröringspunkter har även viss kontakt etablerats med praktiskt verksamma jurister för att därigenom få del av viktiga erfarenheter och synpunkter.

Arbetet kan sägas vara av både deskriptiv och normativ karaktär. I huvudsak skall beskrivas vad som får anses utgöra gällande rätt, *de lege lata*, därav det deskriptiva inslaget. Till detta passar den ovan i korthet beskrivna rättsdogmatiska metoden utmärkt.

Arbetet syftar emellertid också till att i vissa delar komma med rekommendationer *de lege ferenda*. En sådan ansats måste även den, för att kunna bli till någon nytta, ta sin utgångspunkt i en rättsdogmatisk systematisering av de för undersökningen relevanta normerna, men därutöver måste ytterligare ändamålsavvägningar till som med nödvändighet kommer att vara av normativt slag.

De rättskällor som finns tillgängliga för behandling är de sedvanliga. Arbetet kommer således först och främst att ta sin utgångspunkt i befintlig lagtext. Här kommer aktiebolagslagen (1975:1385) och lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner till aktiemarknadsbolag m.m. att vara av central betydelse. Även annan lagstiftning har direkt relevans för arbetet.

Vad gäller förarbeten är de olika betänkandena av Aktiebolagskommittén av särskilt intresse, framförallt i förhållande till diskussionen *de lege ferenda*. Men också förarbetena till 1975 års aktiebolagslag liksom Leo-kommissionens rapport om riktade emissioner av aktier m.m. är viktiga rättskällor för arbetet.

Det finns viss praxis som behandlar frågor av betydelse för forskningsuppgiften, särskilt inom den skatterättsliga sfären. Någon större mängd rättsfall som direkt berör den civilrättsliga regleringen finns emellertid inte att tillgå.

Däremot har Aktiemarknadsnämnden vid flera tillfällen kommit med auktoritativa uttalanden som kan tjäna som rikhaltigt substitut för den något magra domstolspraxisen. Även Näringslivets Börskommitté har utfärdat vissa rekommendationer som måste beaktas.

Den svenska rättsvetenskapliga doktrinen på området är inte heller den särdeles omfattande, vilket alltså i sig utgör ett skäl till föreliggande arbete. En hel del rättsvetenskapliga artiklar har dock skrivits som tangerar ämnet. Här skall särskilt nämnas Knut Rodhes författarskap vilket, som så många gånger tidigare, visat sig mycket värdefullt. Även Rolf Skog och Per

Samuelsson förtjänar att framhållas i detta sammanhang, den senare något av en pionjär inom ämnesområdet.

1.4 Disposition

Den fortsatta framställningen har disponerats på följande sätt.

Kapitel 2 är tänkt att fungera som en bakgrund till det huvudsakliga arbetet. Sålunda kommer skälen för och emot att använda aktierelaterade incitamentsprogram behandlas, både ur de anställdas och ur företagets perspektiv. Härvidlag skall särskilt uppmärksammas de incitamentsprogram som är avsedda för ledande befattningshavare.

Vidare kommer optionsinstrumentet som sådant och den s.k. Leo-lagen att bli föremål för en kortare presentation för att underlätta den övriga läsningen. Slutligen skall begreppet personaloption utredas för att kunna avgöra dess rätta betydelse inom ramen för en civilrättslig framställning.

I de nästkommande kapitlen kommer sedan den civilrättsliga regleringen kring de mest centrala aktierelaterade incitamentsprogrammen i tur och ordning att presenteras.

I *kapitel 3* kommer köpoptioner att behandlas. Framställningen kommer att ta sikte på möjligheten till återköp av egna aktier och vad detta innebär för denna typ av incitamentsprogram men också i detalj redogöra för hur avtalskonstruktionerna ser ut när arbetsgivarbolaget inte själv står som utfärdare av incitamentsprogrammen. Vidare skall redogöras för god sed på aktiemarknaden. Kapitlet avslutas med en analys *de lege ferenda*.

Teckningsoptioner kommer att behandlas i *kapitel 4*. Framställningen kommer här nära knyta an till regleringen i ABL och Leo-lagen. Vissa problem som framkommer när teckningsoptioner förenas med förfoganderättsinskränkningar blir föremål för särskild behandling. Kapitlet innehåller också en redogörelse för god sed på aktiemarknaden. Avslutningsvis analyseras den befintliga regleringen och kontrasteras mot Aktiebolagskommitténs förslag till ny aktiebolagslag.

I *kapitel 5* kommer konvertibla skuldebrev att behandlas. Redogörelsen följer i stora delar kapitlet om teckningsoptioner och en hel del hänvisningar kommer att göras. Vissa för konvertibla skuldebrev särskilda aspekter belyses dock mer utförligt. Kapitlet avslutas med en analys av den rättsliga regleringen.

Syntetiska optioner kommer att behandlas i *kapitel 6*. Särskild uppmärksamhet riktas mot den omständigheten att syntetiska optioner inte berättigar till förvärv av den underliggande aktien. Kapitlet innehåller också en redogörelse för god sed på aktiemarknaden. Avslutningsvis analyseras den befintliga regleringen varvid särskilt ABL:s förbud mot upptagande av kapitalandelslån skärskådas.

Kapitel 7 avslutar arbetet med en sammanfattande ansats och presentation av undersökningens slutsatser. Skillnader och likheter programmen emellan skall lyftas fram. Vidare skall besvaras huruvida de i uppsatsen gjorda antagandena har skäl för sig. Den röda tråden kommer här vara hur väl den befintliga regleringen är anpassad till det specifika normeringsbehov som utnyttjandet av aktierelaterade incitamentsprogram ger upphov till. Sist delges en förhoppning inför framtiden med innebörden att lagstiftaren borde ta ett samlat analytiskt grepp om de frågor som är hänförliga till aktierelaterade incitamentsprogram.

1.5 Introduktion till vissa begrepp

De flesta av de begrepp som används i föreliggande arbete är gängse inom den juridiska litteraturen och fordrar sålunda inte någon närmare förklaring. Ett fåtal begrepp har emellertid, såvitt författaren känner till, inte tidigare begagnats. Betydelsen av dessa begrepp torde visserligen framgå med relativ klarhet av den kontext där de framträder, men för tydlighetens skull skall ändå en kortare presentation göras.

Som en samlad beteckning för samtliga här behandlade incitamentsprogram används uttrycket *aktierelaterade incitamentsprogram*.² Denna term har även använts i andra sammanhang med ungefärligen samma betydelse som här.³ Ett närmast synonymt uttryck som också förekommer på sina håll är *värdepappersrelaterade incitamentsprogram*.⁴ Det senare uttrycket är emellertid ofta onödigt vitt i sitt begreppsomfång och vidare kan förvirring uppkomma om huruvida man med värdepapper avser det underliggande värdepappret (aktien) eller det värdepapper som utfärdas i samband med ett incitamentsprogram. Det är av denna anledning som begreppet värdepappersrelaterade incitamentsprogram valts bort inom ramen för detta arbete.

Att använda sig av beteckningen aktierelaterade incitamentsprogram även när tanken är att endast behandla en specifik typ av aktierelaterat incitamentsprogram hade emellertid varit onödigt omständligt. Det behövs sålunda en individuell beteckning för varje typ av program. En sådan beteckning fanns redan att tillgå avseende de program som baseras på köpoptioner, nämligen *köpoptionsprogram*.⁵ Samma modell har sedan använts för att beteckna de övriga programmen. Således benämns de program som baseras på teckningsoptioner för *teckningsoptionsprogram*, de program som baseras på konvertibla skuldebrev för *konvertibelprogram* samt de program som baseras på syntetiska optioner för *syntetiska optionsprogram*. Stundtals används dessutom termen *optionsprogram* med

² Begreppet kommer att bli föremål för en närmare definition nedan under avsnitt 2.1.

³ Se bl.a. Andersson, Bratteberg.

⁴ Se bl.a. Lombach, Cederlund.

⁵ Se bl.a. Samuelsson i JT.

vilket avses samtliga här behandlade incitamentsprogram, med undantag för sådana som baseras på konvertibla skuldebrev.

Något skall också sägas om det tämligen slarviga användandet av begreppet teckningsoptioner. I 5 kap. ABL stadgas om utgivandet av skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Enligt allmänt vedertagen terminologi benämns själva den optionsrätt som berättigar till nyteckning för en teckningsoption. Även i förevarande arbete skall beteckningen teckningsoption förstås på detta sätt. För att inte onödigt betunga framställningen används emellertid ibland begreppet teckningsoption även som en samlingsbeteckning både för skuldebrevet och för teckningsoptionen. Exempelvis skall man när det talas om emission av teckningsoptioner med detta förstå en emission av skuldebrev förenade med optionsrätter till nyteckning. Några problem torde dock inte uppstå att avgöra när begreppet används i den ena eller den andra betydelsen. Detta framgår nämligen av kontexten.

Sist skall termen *pilotskolan* kommenteras. Termen har förekommit i debatten om aktierelaterade incitamentsprogram under en följd av år och användes även av Leo-kommissionen i dess betänkande.⁶ Med *pilotskolan* menas den uppfattning som går ut på att ledande personer i ett företag (piloter) förutsätts arbeta på ett mer engagerat sätt i företagets intresse, om de genom deläggande tillförsäkras en ekonomisk fördel av företagets framgångsrika utveckling.⁷ Termen är emellertid inte vedertagen vare sig inom juridisk eller ekonomisk teori och framstår vidare som något hafsigt och oegentlig.⁸ Inom ramen för föreliggande arbete är begreppet aktierelaterade incitamentsprogram, om än ej en helt synonym beteckning, en mer adekvat term som dessutom innefattar även övriga anställda och inte bara ledande befattningshavare. Begreppet *pilotskolan* kommer således inte att begagnas i framställningen.

⁶ Se Ds Fi 1986:21 s. 103 ff.

⁷ Se Ds Fi 1986:21 s. 103.

⁸ Jmf Samuelsson i JT s. 462.

2 Allmänt om aktierelaterade incitamentsprogram

2.1 Definition av aktierelaterade incitamentsprogram

Ett incitament är något som skapar en lust eller vilja att göra något visst. Rationella individer kommer att ändra sitt beteende om förändringen resulterar i en större upplevd total nytta för den enskilde. Introduktionen av ett incitament inom ramen för en verksamhet innefattar således möjligheten att förändra berörda individers beteende. Denna teori om rationalitet ligger till grund för stora delar av den moderna ekonomiska mikroteorin och därmed också rättsekonomin.⁹ Inom det ekonomiska paradigmet betraktas väl närmast rationalitetsantagandet som ett axiom. Med stöd av denna teori kan man också få en bättre förståelse för incitamentsprogram utifrån en juridisk kontext än vad som annars är möjligt.

Ett incitamentsprogram involverar alltid minst två parter. Dels utfärdaren, som i föreliggande arbete utgörs av ett aktiebolag eller en person som agerar på uppdrag från aktiebolaget, dels mottagarna som utgörs av anställda i bolaget. Syftet med att introducera ett incitamentsprogram kan förenklat sägas vara att antingen få till stånd en förändring eller säkerställa ett status quo i de anställdas beteende som emanerar från deras egna rationella beslut om vad som är bäst för dem själva. Det eftersträlvade beteendemönstret skall således under optimala förhållanden båda vara gynnsamt för det utfärdande aktiebolaget och de anställda.¹⁰ Aktierelaterade incitamentsprogram är ofta särskilt väl avpassade för att uppfylla ett sådant dubbelt syfte.

Vad är då ett aktierelaterat incitamentsprogram för någonting? Svaret är givet i själva begreppet. Ett aktierelaterat incitamentsprogram kan definieras som utgivandet av en rättighet, ofta i sig ett värdepapper,¹¹ vars värde baseras på eller är anknutet till en aktie. Till detta tillkommer att mottagarna av de utgivna rättigheterna skall vara anställda hos eller på något annat vis, exempelvis via ett varaktigt uppdragsförhållande, vara nära förbundna med utgivaren av rättigheterna.

⁹ För rättsekonomin se bl.a. Cooter, Ulen.

¹⁰ När man i juridiska och framförallt ekonomiska sammanhang anger något som gynnsamt för ett aktiebolag åsyftas i regel en positiv utveckling för aktieägarna. Något egentligt avsteg från en sådan syftning är inte heller tänkt att göras i denna framställning. I föreliggande arbete är det dock genomgående aktiebolaget och inte aktieägarna som står som utfärdande part. Denna omständighet möjliggör dels ett synliggörande av den beslutsdynamik som existerar tack vare styrelsens och VD:s förvaltningsbefogenheter, dels ett åskådliggörande av de minoritetsproblem och andra meningskiljaktigheter hos ägarkollektivet som kan finnas.

¹¹ Se nedan 2.6.1.

För att uppnå det ovan beskrivna dubbla syftet på ett fullgott vis kan man emellertid inte använda sig av vilken aktie som helst. Valet av aktie bör nämligen resultera i att rättighetsinnehavarens arbetsprestationer blir relaterade till värdet på aktien. Så blir fallet om rättighetens värde knyts till aktierna i det bolag där mottagarna är anställda. En bärande tanke bakom de aktierelaterade incitamentsprogrammen är just att knyta de anställda hårdare till företagets ekonomiska utveckling. På så sätt skall stimulans skapas för goda arbetsinsatser, allt i avsikt att förbättra bolagets resultat, något som kommer aktiebolaget såväl som incitamentsprogrammets deltagare till godo.

Den rättighetstyp som kanske bäst säkerställer en sådan effekt är optionen. Det är också olika typer av optioner som främst är aktuella vad gäller aktierelaterade incitamentsprogram, vanligtvis i form av köpoptioner eller teckningsoptioner, men också syntetiska optioner är förekommande på marknaden. Incitamentsprogram kan emellertid också vara baserade på riktade emissioner av konvertibla skuldebrev.

Gemensamt för alla dessa typer av utfärdade värdepapper är att de på något sätt anknyter till värdet på aktierna i det bolag som står bakom incitamentsprogrammet. Det är således denna egenskap som är utmärkande för de aktierelaterade incitamentsprogrammen. Det vore i och för sig begreppsmässigt möjligt att tänka sig användandet av aktier utan denna anknytning. Men ett sådant användande är inte tillnärmelsevis lika vanligt förekommande i praktiken. En sådan konstruktion innefattar inte heller något av de specifika karaktärsdrag som kännetecknar incitamentsprogram i den här använda betydelsen och framstår mest som en något udda löneförmån.

Utfärdandet av ett aktierelaterat incitamentsprogram innebär således att ett arbetsgivarbolag låter anställda i bolaget få del av rättigheter vars värde är relaterat till värdet på aktierna i arbetsgivarbolaget.

2.2 Introduktion till optionsteori

Aktierelaterade incitamentsprogram utgörs alltså i de flesta fall av olika typer av optioner på aktier. För den oinvidige kan därför en grundläggande allmän introduktion till optionsinstrumentet vara till nytta inför den fortsatta läsningen.

Termen *option* härstammar från det latinska ordet *optio*, vars betydelse är val, valfrihet. Den grundläggande idén med optioner kan också beskrivas som en valfrihet, närmare bestämt rättigheten men inte skyldigheten att i

framtiden ingå avtal, vanligen att köpa eller sälja en viss vara.¹² En option är i grunden en form av avtal som ger den ena parten, optionsinnehavaren, en ensidig rätt att av optionsutfärdaren köpa eller sälja en bestämd kvantitet av en viss egendom till ett bestämt pris, lösenpriset, inom en angiven tidsrymd. Optioner används idag bl.a. för att träffa avtal om råvaror, räntebärande instrument, valutor och aktier. Aktieoptioner är den absolut vanligaste formen av optionsavtal.¹³

Det förhållande att en option kan ses som ett åtagande från utställaren medför emellertid inte att optionen skall betraktas som ett i huvudsak benefikt instrument. Tvärtom utställas i allmänhet optioner endast mot att en premie erlägges. Premien skall kompensera utställaren för den skyldighet som åligger honom att sälja eller köpa den underliggande tillgång som den utfärdade optionen omfattar. Optionsutfärdaren gör således mot betalning ett juridiskt bindande åtagande till förmån för optionsinnehavaren. Givetvis kan optioner även utställas utan att någon premie erlägges.¹⁴

En option är ett s.k. derivatinstrument. En sådan klassificering innebär att värdet på optionen är beroende av marknadspriset på den egendom som optionen avser. Optioner förekommer som köpoptioner och säljoptioner.¹⁵ En köpoption innebär en rätt men inte en skyldighet för optionsinnehavaren att från optionsutställaren inköpa de varor som optionen omfattar. En säljoption är då en motsvarande rättighet men inte skyldighet att sälja de varor optionen omfattar. Att värdet på en option är beroende av den underliggande tillgången kan lätt illustreras med ett exempel.

Låt oss först definiera P som marknadspriset på den underliggande tillgången vid lösentidpunkten, d.v.s. den tidpunkt då optionen först kan utnyttjas. Detta pris kan givetvis inte vara känt innan lösentidpunkten inträffar. Antag att en köpoption kan lösas in om ett år från idag och att lösenpriset är 100 kronor. Detta innebär att optionsinnehavaren vid lösentidpunkten kan kräva av optionsutfärdaren att få köpa den underliggande tillgången för 100 kronor. Om nu P är större än 100 kronor, exempelvis 150 kronor, kommer således köpoptionen att vara värd skillnaden, i detta exempel 50 kronor. Optionsinnehavaren kommer att utnyttja sin option och köpa den underliggande tillgången av optionsutfärdaren eftersom han då enkelt kan göra en vinst på 50 kronor genom att omedelbart sälja den köpta tillgången på marknaden. När $P > 100$ kronor säger man att köpoptionen befinner sig "in the money". Om nu istället P är mindre än 100 kronor, exempelvis 50 kronor, kommer emellertid inte köpoptionen betinga ett negativt värde. Optionsinnehavaren kommer nämligen under sådana omständigheter inte att utnyttja sin option då detta skulle vara liktydigt med att köpa den underliggande tillgången till ett pris som överstiger marknadspriset. Som en konsekvens kommer värdet på köpoptionen vara 0 kronor. När $P < 100$ kronor säger man att köpoptionen befinner sig "out of the money". Det kan tilläggas att om det skulle inträffa att $P = 100$ kronor så säger man att köpoptionen befinner sig "at

¹² För en legaldefinition av option se 4 kap. 1 § lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Definitionen är av näringsrättslig beskaffenhet.

¹³ Se angående detta bl.a. Ross m.fl. s. 546 ff.

¹⁴ Så är exempelvis ofta fallet när optioner används som incitamentsprogram för anställda. En annan sak är att den anställde under sådana förhållanden kommer att förmånsbeskattas, se angående detta bl.a. Rutberg m.fl. s. 221 ff.

¹⁵ De mer internationella termerna *call-options* och *put-options* används i stor utsträckning även i Sverige.

the money". Exemplet ovan gäller på samma sätt avseende en säljoption med den självklara skillnaden att det nu är när $P < 100$ kronor som optionen befinner sig "in the money".¹⁶

När man beräknar de slutliga ekonomiska konsekvenserna av ett optionsinnehav skall man emellertid också betänka den eventuella premie som ursprungligen erlades av optionsinnehavaren. För att ett optionsinnehav skall bli lönsamt måste den förtjänst som eventuellt uppstår vid lösetidpunkten överstiga den summa som erlades för optionsrättigheten. Den ursprungligen erlagda premien är samtidigt också den maximala ekonomiska förlust som kan drabba en optionsinnehavare med anledning av optionsförvärvet. En sådan förlust uppkommer om optionen på grund av kursutvecklingen på den underliggande tillgången visar sig vara värdelös. Premien kan således beskrivas som optionens marknadspris.

Marknadspriset på den underliggande tillgången är emellertid inte det enda som bestämmer värdet på en option. Vad gäller aktieoptioner, vilket är den typ av optioner som har relevans för detta arbete, brukar man ange ytterligare fem faktorer att beakta vid värderingen.

- Optionens lösenpris (högre lösenpris leder till lägre optionsvärde)
- Återstående löptid för optionen (längre löptid ökar optionsvärdet)
- Priserörligheten (volatiliteten) hos den underliggande aktien (större priserörlighet ökar optionsvärdet)
- Eventuella utdelningar på aktien (utdelningar leder till lägre optionsvärde)
- Ränteläget (den riskfria räntan) (högre ränta ökar optionsvärdet)

Dessa kan delas upp i två kategorier, avtalsreglerade och marknadsreglerade. Lösenpris och löptid är sådana faktorer som fastställs i optionsavtalet. Övriga tre faktorer är däremot beroende av marknaden och kan inte regleras avtalsmässigt.¹⁷

Den mest kända och dagligen använda teoretiska modellen för beräkning av optionspriser benämns, efter upphovsmännen, Black & Scholes-modellen.¹⁸

Ett optionsavtal kan i princip innehålla vilka villkor som helst. För att underlätta handeln med optioner ingås ofta optionsavtal med standardiserade villkor. Det är främst sådana standardiserade optioner som är föremål för

¹⁶ Det använda exemplet är en fri bearbetning av ett exempel taget från Ross m.fl. s. 547 f.

¹⁷ Inom ramen för föreliggande arbete är det inte nödvändigt eller ens önskvärt med en mer ingående beskrivning av optionsvärdering. Den intresserade hänvisas till något av de många standardverken på området, exempelvis Ross m.fl.

¹⁸ Black & Scholes-modellen, som ibland även används för att värdera konvertibla skuldebrev, är dock omstridd och antagligen bäst lämpad för värdering av standardiserade optioner med kort löptid. Detta är en omständighet som föranleder betänkligheter mot att oreserverat använda Black & Scholes-modellen för värdering av incitamentsprogram, då ofta de utfärdade rättigheterna i sådana sammanhang inte är av beskrivet slag. Se angående detta bl.a. Aspenberg samt Samuelsson i JT s. 473 f.

handeln på olika börser.¹⁹ I sådana fall framgår de standardiserande handelsvillkoren av börsens regelsystem. Även några av de optionstyper som skall presenteras i det följande kan utfärdas med standardiserande villkor och kan dessutom komma att bli föremål för handel på börs. Så behöver emellertid inte vara fallet och ibland är det inte heller alls önskvärt. Optionens huvudsakliga roll inom ramen för ett incitamentsprogram är istället en annan, som är av mer komplex natur, än att enbart utgöra ett standardiserat instrument för handel.

2.3 Skäl för att introducera aktierelaterade incitamentsprogram

Om man intar det utfärdande aktiebolagets perspektiv så kan fyra huvudsakliga motiv för att introducera aktierelaterade incitamentsprogram urskiljas.²⁰

- Tillse att de anställda inte lämnar företaget.
- Rekrytera nya anställda till företaget.
- Få de anställda att arbeta hårdare/mer effektivt.
- Få de anställda att upphöra med för företaget skadligt beteende.

Vidare kan man genom en grov uppdelning urskilja två kategorier av personer som kan tänkas bli erbjudna att delta i incitamentsprogram.

- Personer vilka tillhör ledningsgruppen i företaget.²¹
- Övriga anställda i företaget, om än främst personer som inte är lätt utbytbara, s.k. nyckelpersoner.²²

Motiven för att introducera aktierelaterade incitamentsprogram i förhållande till dessa båda personkretsar uppvisar en del skillnader sinsemellan, även om de grundläggande motiven givetvis är de samma.

Det skall härvidlag konstateras att det finns generella förklaringar till de aktierelaterade incitamentsprogrammets framväxt som inte har något direkt samröre med specifikt aktiebolagsrättsliga spörsmål.

¹⁹ För en ingående rättslig studie av handeln med standardiserade optioner se Johansson och mera allmänt Afrell m.fl.

²⁰ Möjligtvis kan ett femte motiv urskiljas – att belöna för tidigare utförda insatser. Det är dock tveksamt om ett sådant motiv ensamt är tillräckligt. Under sådana omständigheter skulle det aktuella incitamentsprogrammet utfärdas utan någon avsikt att verka fördelaktigt för det utfärdande bolaget. Ett sådant scenario framstår inte som särskilt troligt.

²¹ Inom denna grupp kan ytterligare en uppdelning göras, nämligen mellan styrelsen och övriga ledningen, inklusive VD. Uppdelningen har betydelse för AmN:s praxis om god sed på aktiemarknaden.

²² Det har dock blivit allt vanligare att aktierelaterade incitamentsprogram vänder sig till samtliga anställda i bolaget. Speciellt är detta märkbart inom IT-branschen.

Exempelvis skall företeelsens betydelse som en lukrativ löneförmån bland andra inte underskattas. Beroende på utformningen av de aktierelaterade incitamentsprogrammen kan också gynnsamma skatteeffekter åstadkommas för de anställda, där beskattning i inkomstslaget tjänst undviks till förmån för kapitalbeskattning.²³

Särskilt i kunskapsintensiva branscher som IT och Telecom har det i den allt hårdnande konkurrensen om humankapital närmast blivit nödvändigt med finansiella ersättningssystem för att kunna rekrytera och behålla medarbetare. Vad gäller vanliga anställda och sådana nyckelpersoner som inte kan sägas tillhöra den omedelbara ledningsgruppen kan oftast sådana överväganden vara den huvudsakliga anledningen till att införa incitamentsprogram.

Men målsättningen med att använda aktierelaterade incitamentsprogram kan inte reduceras till att enbart utgöra ett konkurrensmedel i kampen om kompetenta anställda.²⁴ Under sådana förhållanden skulle en högre kontantersättning trots allt vara ett likvärdigt alternativ. En betydelsefull skillnad står att finna i att den anställde som en följd av incitamentsprogrammen ofta själv kommer att bli en aktieägare i bolaget. De aktierelaterade incitamentsprogrammen har således en inneboende mycket stark koppling till bolagets värdemässiga utveckling. Detta faktum medför att den anställde kan förväntas arbeta hårdare och mer lojalt då värdet på de egna förmånerna i viss mån är direkt beroende av det nedlagda arbetet.

Utifrån de anställdas perspektiv måste huvudargumentet för incitamentsprogram vara att tjäna pengar på programmet. Speciellt vad gäller vanliga anställda är många gånger tanken med deltagandet i incitamentsprogrammet inte heller att bli en långvarig delägare i bolaget. Efter att ha förvärvat de underliggande aktierna eftersträvas istället att med förtjänst realisera dessa på marknaden. Det är således i dessa fall nödvändigt att det finns köpare till aktierna för att incitamentsprogrammet skall framstå som lukrativt.²⁵

En grundläggande förutsättning för att de anställda skall bli ekonomiskt gynnade av ett aktierelaterat incitamentsprogram är att de underliggande aktierna ökar i värde under programmets löptid. Vad gäller optionsprogram framkommer optionens fördelar främst genom den s.k. hävstångseffekt som uppkommer när den underliggande aktien ökar i värde. Värdet på en option stiger nämligen procentuellt betydligt mer än själva aktierna när kursen på aktierna stiger.

Som framgått ovan kommer de anställda vid lösentidpunkten inte att utnyttja sina rättigheter enligt incitamentsprogrammen om den underliggande aktien kan förvärfvas billigare på marknaden. Ett sådant agerande är ju att likställa med en ren förlustaffär.²⁶ Om lösenpriset (eller konverteringskursen vid konvertibla skuldebrev) är för högt satt är därmed deltagande i

²³ Se nedan 2.6.2.

²⁴ Se Samuelsson i JT s. 464.

²⁵ Se Andersson, Bratteberg s. 13 ff.

²⁶ Se ovan 2.2.

incitamentsprogrammen föga attraktivt. Å andra sidan får inte lösenpriset heller vara för lågt satt. Om lösenpriset är lägre (eller endast obetydligt högre) än marknadspriset redan när den anställde erhåller rättigheten kan förmodas att den motivationshöjande effekten minskar då deltagande i incitamentsprogram under sådana omständigheter per automatik tycks leda till en behållning.²⁷

Incitamentsprogram bör sålunda utformas på så sätt att lösenpriset överstiger marknadspriset vid utfärdandet men att samtidigt realistiska möjligheter finns att rättigheterna vid lösentidpunkten kommer betinga ett värde i den anställdes hand.

De aktierelaterade incitamentsprogrammets roll är som framgått något mer komplex än vad man först kan förledas att tro. Särskilt gäller detta i bolag med ett spritt aktieägarande, något som speciellt är kännetecknande för aktiemarknadsbolagen. I dessa företag har incitamentsprogrammen en funktion som är intimt sammankopplad med ägandets separation från ledningen.²⁸ Det hela hänger samman med det för aktiebolag så centrala principal- agentproblemet. I förhållande till för ledningen avsedda incitamentsprogram förtjänar därför principal- agentproblemet och därmed sammanhängande frågor en något mer utförlig diskussion inom ramen för detta arbete.

2.3.1 Särskilt om skäl för att introducera aktierelaterade incitamentsprogram i förhållande till ledande befattningshavare

Aktiebolaget har sina odiskutabla fördelar till trots ett antal typiska problem som upptar stora delar av aktiebolagsrätten. Dessa problem kan beskrivas med hjälp av ett kontraktsteoretiskt synsätt. Ett företag kan sägas bestå av en uppsättning kontrakt mellan olika partintressen. Kontrakt skall här förstås som båda explicita och implicita överenskommelser.

Det hela kan liknas vid ett principal- agentförhållande. Ett principal- agentförhållande kan definieras som ett kontrakt under vilket en uppdragsgivare ("principalen") engagerar en annan person, uppdragstagaren ("agenten") till att utföra arbetsuppgifter för sin räkning och där beslutsfattandet delegeras till uppdragstagaren.²⁹ Kännetecknande för förhållanden av denna typ är att parterna har olika mycket information om föremålet för uppdragsförhållandet vilket försätter uppdragstagaren, som den med tillgång till mer information, i ett överläge.

²⁷ Sådana incitamentsprogram blir ofta även utsatta för kritik från allmänheten. Som exempel kan nämnas ett förslag till optionsprogram i Eniro, där optionsinnehav skulle resultera i stora vinster även vid en tämligen medioker kursstegring på den underliggande aktien. Programmet drogs sedermera också tillbaka. Se DI 2001-11-21 och 2001-11-30. Program av denna typ aktualiserar också överväganden kring minoritetsskydd och god sed på aktiemarknaden.

²⁸ Se Samuelsson i JT s. 464 ff.

²⁹ Definitionen hämtad från Bergström, Samuelsson s. 22.

För att tillse att agenten gör som han borde kan principalen lägga ner resurser på övervakning. De kontrollkostnader som är förknippade med övervakningen betecknas tillsammans med kostnader härrörande från agentens egna lojalitetsutfästelser som agentkostnader. De skadliga effekterna av intressekonflikter kan emellertid också begränsas genom att tillhandahålla incitament.³⁰

Ett av aktiebolagets grundproblem är den intressekonflikt som kan uppkomma när ägandet i bolaget är skilt från ledningen. I små företag kan ofta dessa två roller innehas av samma person(er) men i större företag blir det ofta en omöjlighet att förena det huvudsakliga ägandet med ledningsrollen och samtidigt tillvarata nödvändiga specialiseringsfördelar. Ägarna anförtror därför bolagets angelägenheter åt en styrelse och en VD och avhänder sig då samtidigt möjligheten att fortlöpande följa verksamheten och delta i den löpande ekonomiska förvaltningen.³¹

I samband med en sådan genomförd separation av ägande och ledning uppkommer en uppenbar risk att ledningen låter sig vägledas av andra intressen än dem som ägarna representerar. Mer specifikt kan risken sägas bestå i att ledningen medvetet eller omedvetet fattar beslut eller i övrigt agerar på ett sätt som främjar den personliga välfärden snarare än de mål som aktieägarna i gemen eftersträvar och som dessutom följer av aktiebolagskonstruktionen som sådan, nämligen vinstmaximering.³²

Agerande som kan exemplifiera den beskrivna intressekonflikten är att ledningen tar ut förmåner ur bolaget, att ledningen har en annan riskattityd och planeringshorisont än ägarna samt att ledningen som ett led i att öka sin egen status försöker tillse att företaget växer så mycket som möjligt även om detta inte är en vinstmaximerande strategi.³³

Det finns olika sätt att försöka överkomma problematiken. Först och främst skall påpekas att ledningen lyder under en lojalitetsplikt i förhållande till bolagets intressen. Lojalitetsplikten har till sin funktion att hindra någon som anförtrotts omfattande representationsrätt å bolagets vägnar att missbruka denna ställning till sin egen fördel. Lojalitetsplikten kan således beskrivas som en skyldighet att agera i bolagets intresse. Lojalitetsplikten skall förstås i samband med den reglering i ABL som säger att allt beslutsfattande skall ske med avsikt att öka aktieägarnas vinst. I svensk rätt saknas emellertid en allmän juridisk lära som mera exakt konkretiserar

³⁰ En målsättning för aktiebolagsrätten är att tillse att det finns ett regelverk som löser anknytande intressekonflikter och då kanske främst i det interna förhållandet mellan ägare, styrelse och den övriga företagsledningen. Forskning inriktad på att lösa frågor av dylik *corporate governance* karaktär har kommit i fokus på senare år, även hos lagstiftaren. Det finns dock anledning att nedan återkomma till i vilken uträkning den beskrivna målsättningen blivit tillräckligt uppfylld vad gäller regleringen av incitamentsprogram.

³¹ Se Bergström, Samuelsson s. 79 ff.

³² Se Samuelsson i JT s. 464 f.

³³ Se Bergström, Samuelsson s. 80 f.

lojalitetsplikten. Lojalitetsplikt och vinstmaximering utgör vidare tämligen svaga kontrollmekanismer. Det kommer alltid att vara väldigt svårt att i efterhand kontrollera mål och medel i ledningens beslutsfattande och utesluta att tagna beslut verkligen inte hade, om än endast indirekt, vinstmaximering i syfte.³⁴

Ett annat sätt att tillse att ledningen agerar lojalt med bolagets intressen är att i den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen uppställa som krav att ledningen också skall vara aktieägare i bolaget. Sådana regler kan också återfinnas i flertalet länder. Svårigheten ligger däri att om en sådan bestämmelse skall ha någon reell effekt måste den krävda insatsen vara av en viss storlek, samtidigt som detta inte i allt för hög grad får begränsa den krets av personer som under sådana omständigheter kan ta på sig ledningsrollen. Svensk lagstiftning innehåller med anledning av dessa problem inte något dylikt krav på aktieäggande.³⁵

Det är således tydligt att det finns ett behov av ett komplement till den existerande lojalitetsplikten för att minska agentkostnaderna. Ett sätt att försöka skapa bättre koherens mellan ägarna och ledningens intressen är genom utformningen av anställningsavtal och kompensationsystem. Just kompensationsplaner är ett viktigt redskap för att öka kontrollen. Ett kompensationspaket består vanligtvis av ett antal olika komponenter såsom fast lön, olika typer av bonussystem, samt aktierelaterade incitamentsprogram. Det senaste ofta i formen av aktieoptioner på aktier i det egna företaget. Det gäller att finna den kombinationen som mest effektivt upphäver den övervakningsproblematik som ligger i intressekonflikten mellan aktieägarna och bolagets ledning.³⁶

En företagsledning som enbart har en fast lön kommer inte i samma utsträckning investera i riskabla, men beräknat lönsamma projekt, om inte deras löner innehåller belöningsmoment för bra beslut. Stimuli som säkerställer att företagsledningen blir mer godartat riskbenägen kan uppnås genom att introducera aktierelaterade incitamentsprogram i kompensationsmixen. Vidare kan man genom sådana program undvika problemet med ledningens för korta planeringshorisont då värdet på incitamentsprogrammen, så länge det är relaterat till företagets egna aktier,

³⁴ Se Bergström, Samuelsson s. 110 ff.

³⁵ Se Rodhe s. 220 f.

³⁶ I detta sammanhang kan erinras om att det i Sverige inte finns någon lagreglerad skyldighet för aktiebolag att informera om förmåner som utges till enskilda befattningshavare. De krav som ABL ställer i detta avseende begränsar sig i huvudsak till att informera om det sammanlagda beloppet av löner och andra ersättningar till styrelse och VD. NBK har emellertid funnit skäl att reglera informationsgivandet vad avser individuella förmåner för bolagens högsta ledning. Detta görs genom en rekommendation från 1993 angående ledande befattningshavares förmåner, som har kommit att bli normerande för aktiemarknadsbolagen då rekommendationen är intagen som en bilaga till noteringsavtalet för Stockholms Fondbörs. Enligt rekommendationen skall uppgift bl.a. lämnas beträffande summan av ersättningar och övriga förmåner, varvid tantiem och därmed jämställd ersättning skall uppges särskilt. Se vidare NBK:s rekommendation angående ledande befattningshavares förmåner (1993).

kommer att avspegla det diskonterade värdet av även mycket långsiktiga investeringar.³⁷

Rent allmänt kan också förmodas att en illojal företagsledning är mindre benägen att sko sig själv på bolagets bekostnad om ett sådant agerande indirekt kommer att påverka dem själva negativt.

Ovanstående teoretiska resonemang är alltså främst uppbyggt med tanke på ledningsgruppens specifika roll i ett företag. Det skall dock tilläggas att resonemangen även torde vara applicerbara på anställda som inte tillhör ledningsgruppen. Särskilt gäller detta sådana nyckelpersoner vars individuella arbetsinsats kanske är av avgörande betydelse för företagets utveckling. Samtidigt är det dock så att om kopplingen mellan personlig arbetsinsats och företagets värdemässiga utveckling är försumbar så förlorar de aktierelaterade incitamentsprogrammen mycket av sin särskilda betydelse. De reduceras då närmast till en anställningsförmån bland andra.

2.4 Skäl mot att introducera aktierelaterade incitamentsprogram

Av framställningen hittills kan tyckas att aktierelaterade incitamentsprogram är en allt igenom bra affär. Många lekmannabedömare har nog också betraktat både utfärdande av och deltagande i sådana program som ett tämligen riskfritt företag. Den senaste tidens utveckling inom IT-branschen har förhoppningsvis fört med sig det goda att bilden numera är mer nyanserad. Det är nämligen varken garanterat fördelaktigt eller riskfritt med incitamentsprogram.

Utifrån de anställdas perspektiv finns flera aspekter att beakta. Först och främst skall man vara på det klara med att förtjänsten av att delta i ett aktierelaterat incitamentsprogram helt är beroende av de underliggande aktiernas kursutveckling. Om denna utveckling inte är så fördelaktig som beräknat så kan mycket väl resultatet bli ett värdelöst incitamentsprogram. Man måste också räkna med den eventualiteten att den bedrivna verksamheten i det utfärdande bolaget går så dåligt att företaget tvingas att helt upphöra med verksamheten. Därigenom kan inte heller de anställda räkna med att bli kompenserade på andra sätt. Har den anställde betalt pengar för sina rättigheter kommer därmed deltagandet i incitamentsprogrammet bli en förlustaffär. De negativa konsekvenserna framträder särskilt tydligt om insatsen finansierats genom lån. Men även om den anställde erhållit rättigheterna enligt incitamentsprogrammet billigt eller rent av gratis så kan deltagande medföra en risk. Så är fallet om deltagandet i incitamentsprogrammet skett under förutsättning av att den anställde samtidigt accepterar en något sämre löneutveckling i övrigt.

³⁷ Se Bergström, Samuelsson s. 123 ff.

Att incitamentsprogrammen framstår som värdelösa för de anställda är dessutom ofta skadligt även för det utfärdande bolaget. Besvikelsen bland de anställda över ett misslyckat deltagande kan ge upphov till en motsatt effekt än vad som önskades från början. Dålig arbetsmoral och avhopp från företaget är exempel på en sådan negativ utveckling. Ofta har de utfärdade incitamentsprogrammen ackompanjerats av tydliga angivelser från bolagsledningen om att en positiv utveckling är att vänta. Om sådana profetior inte infrias kan i värsta fall även bolagsledningen drabbas av de anställdas misstroende.³⁸

Det finns även vissa specifika negativa effekter med aktierelaterade incitamentsprogram i förhållande till ledande befattningshavare. En sådan kan sägas vara att ledningen kan tänkas besluta om ökad skuldsättning, trots att en högre skuldsättningsgrad inte kan bedömas som affärsmässigt befogad. Ledningens syfte med en dylik åtgärd kan vara att genom en högre skuldsättningsgrad öka risken på företagets aktier och därmed också värdet på utfärdade optionsrättigheter.³⁹ Vidare kan konflikter lättare uppkomma mellan ägare och ledning vad gäller utdelningspolitik, när aktieägarnas krav på utdelning inte stämmer överens med ledningens benägenhet att inte föreslå utdelningsökningar.⁴⁰

Ytterligare en allvarlig nackdel med incitamentsprogram som knyter kompensationen till förändringar i aktiekursen är att långt ifrån alla kursrörelser kan tillskrivas företagsledningen. Det ekonomiska utfallet av aktierelaterade incitamentsprogram är i många avseenden istället beroende av faktorer som den enskilde befattningshavaren inte har möjlighet att påverka. Konjunktursvängningar kan medföra stora vinster men också förluster som inte alls har sin främsta förklaring i ledningens agerande. Om inte ledningen blir belönad för sin skicklighet så har syftet med att introducera aktierelaterade incitamentsprogram till viss del gått förlorat.

Denna sista invändning kan också ges en mer generell innebörd. Utifrån ett sådant synsätt kan nämligen ifrågasättas huruvida de aktierelaterade incitamentsprogrammen överhuvud uppfyller syftet att öka de anställdas engagemang för bolaget. Man måste beakta möjligheten av att mer traditionella incitamentsprogram ibland har en starkare koppling till de anställdas egna prestationer och därmed också en bättre inneboende incitamentsstruktur. Alternativa program/bonussystem som erbjuder en mer strikt resultatberoende utveckling kan även de i vissa lägen vara att föredra. Lämpligheten av aktierelaterade incitamentsprogram i förhållande till mer traditionella bör därför i många fall bedömas utifrån det enskilda bolagets förhållanden och inte enbart utifrån allmänna finansiellt tekniska överväganden.⁴¹

³⁸ Se Andersson, Bratteberg s. 23 f.

³⁹ Om risken på företagets aktier ökar tenderar nämligen också aktiens prisrörlighet att öka vilket i sin tur är positivt korrelerat med optionsrättigheternas värde. Se ovan 2.2.

⁴⁰ Se Bergström, Samuelsson s. 124 f.

⁴¹ Se Lombach, Cederlund s. 200.

I detta sammanhang kan också nämnas att utfärdandet av aktierelaterade incitamentsprogram innefattar en risk att ledande befattningshavare och annan personal ges omotiverade fördelar på aktieägarnas bekostnad och att förtroendet för aktiemarknaden därigenom kan rubbas. Denna risk är speciellt märkbar om betydande tilldelning sker till exempelvis ledande befattningshavare som har haft eller uppfattas ha haft möjlighet att själva påverka beslutsprocessen i anknytning till incitamentsprogrammet.⁴²

Om incitamentsprogrammen utgörs av teckningsoptioner eller konvertibla skuldebrev måste man också beakta den utspädningseffekt av de nuvarande aktieägarnas innehav som blir en konsekvens av programmet. Dessa problem skall dock, liksom ytterligare några problem av mer regelteknisk natur, beröras mer ingående nedan i samband med redogörelsen för respektive belöningsform.

2.5 Introduktion till Leo-lagen och Aktiemarknadsnämnden

2.5.1 Leo-lagen – uppkomst och tillämplighet

Vid sidan av ABL får lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag⁴³ m.m., i det följande Leo-lagen, anses vara den lagstiftning som har störst betydelse för aktierelaterade incitamentsprogram. Lagens tillämplighet skall bli föremål för närmare belysning i samband med genomgången av de olika incitamentsprogrammen. Nedan följer en mer allmän introduktion.

Lagen tillkom med anledning av den s.k. Leo-affären, därav namnet. Leo-affären, som uppdagades i den allmänna debatten under hösten 1985, innehöll ett antal transaktioner som enligt kritikerna var aktiebolagsrättsligt oetiska. Ett antal ledande befattningshavare, såväl i AB Leo som i andra närstående bolag, hade inför en kommande börsnotering erhållit rätt att teckna aktier i bolaget till mycket förmånliga villkor.⁴⁴ Leo-lagen syftar bl.a. till att försvåra för styrelse och ledande befattningshavare att för lättvindigt genomdriva aktierelaterade incitamentsprogram utan att den tilltänkta

⁴² Se AmN 1998:3.

⁴³ Med aktiemarknadsbolag avses enligt 2 § insiderlagen (1990:1342) ett aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller annan auktoriserad marknadsplats. Begreppen börs och auktoriserad marknadsplats definieras i sin tur i 4 § LBC. I AmN:s praxis har tidigare bolag som vidtagit åtgärd för att bli aktiemarknadsbolag jämförts med aktiemarknadsbolag, se bl.a. AmN 1990:8 och Skog i Balans 1/2000 s. 33. AmN synes nu ha ändrat inställning i denna fråga. Avgörande skall istället vara om bolaget har ett spritt ägande samt om aktierna genom ett värdepappersinstitut är föremål för organiserad handel bland allmänheten. Med spritt ägande skall därvid förstås att bolaget har minst 200 aktieägare. Se AmN 2002:01.

⁴⁴ För en utförlig redogörelse om vad som skedde i Leo-affären, se Ds Fi 1986:21.

åtgärden får tillbörlig genomlysning och utan att aktieägarna i gemen ges möjlighet att ta ställning till förslaget.⁴⁵

Mera allmänt kan huvudsyftet med lagstiftningen sägas vara att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, vilket förklarar varför lagen endast gäller aktiemarknadsbolag eller dotterbolag till sådana bolag.⁴⁶ Det är således endast de incitamentsprogram som utfärdas i bolag av detta slag som kommer att påverkas av Leo-lagstiftningen.

Leo-lagen är till en början tillämplig vid beslut om riktade emissioner av aktier, konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning (teckningsoptioner). Det skall vara fråga om emissioner riktade till någon av följande slag av mottagare:

1. styrelseledamöter eller suppleanter i det emitterande aktiebolaget eller annat företag inom samma koncern,
2. VD eller vice VD i det emitterande aktiebolaget eller annat företag inom samma koncern,
3. andra anställda hos det emitterande aktiebolaget eller annat företag inom samma koncern,
4. make eller sambo till någon ovan nämnd person,
5. omyndiga barn som står under vårdnad av någon under 1-3 nämnd person,
6. juridiska personer över vilken någon ovan nämnd person ensam eller tillsammans med annan sådan person har ett bestämmande inflytande.

Ett beslut om sådana riktade emissioner är endast giltigt om det har fattats eller godkänts av bolagsstämman i det emitterande bolaget och därvid har biträts av aktieägare med minst 9/10 av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Ett sådant majoritetskrav är betydligt strängare än det gängse inom aktiebolagsrätten.

När det i lagen sägs att beslut skall fattas eller godkännas av bolagsstämman, skall man därmed förstå att beslutet inte kan fattas av styrelsen på grundval av ett av bolagsstämman givet generellt bemyndigande. Styrelsen har istället att genomföra emissionen enligt stämmans uttryckliga intentioner och mycket lite utrymme lämnas således styrelsen att påverka de materiella emissionsvillkoren.⁴⁷

⁴⁵ Se Lombach, Cederlund s. 194 f.

⁴⁶ Se Prop. 1986/87:76 s. 27. Ytterligare motiv till varför lagens tillämpningsområde inskränkts till enbart aktiemarknadsbolag är enligt propositionen att behovet av minoritetsskyddsbestämmelser gör sig särskilt starkt gällande i aktiemarknadsbolag på grund av den ägarspridning som förekommer i sådana bolag. Jmf Johansson (1990) s. 479 f. som är kritisk till den anförda motiveringen.

⁴⁷ Se Rodhe s. 239 och Samuelsson i JT s. 471 f. som är kritisk. Samuelsson menar att den restriktiva inställningen vad gäller styrelsens möjlighet till påverkan enbart framgår av förarbetena till Leo-lagen och att något egentligt stöd således inte kan anses följa av lagtexten. Motiven innehåller vidare inte samma begränsning avseende överlåtelse av aktier. Jmf dock AmN 1990:3 och 2002:01. AmN menar att i de fall som Leo-lagen kan anses vara

Som synes omfattas samtliga tänkbara mottagare av aktierelaterade incitamentsprogram av den personkrets som aktualiserar Leo-lagens regelverk.

Leo-lagen gäller vidare vid vissa överlåtelser av aktier, konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner. Om ett aktiebolag har emitterat sådana rättigheter med företrädesrätt för ett aktiebolag inom samma koncern, får det mottagande bolaget inte överlåta rättigheterna till något av de ovan under 1-6 uppräknade subjekten om inte beslut om detta har fattats av bolagsstämman i det mottagande bolaget med beaktande av samma majoritetskrav på 9/10 av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Om så ändå sker är överlåtelsern ogiltig.

För att ett beslut om emission eller överlåtelse i ett dotterbolag, som inte är ett aktiemarknadsbolag, skall bli giltigt fordras dessutom att emissionen eller överlåtelsern godkänns genom beslut på bolagsstämman i det aktiemarknadsbolag som är moderbolag i koncernen.

Även i övrigt när moderbolag överlåter aktier i ett dotterbolag till något av de ovan under 1-6 uppräknade subjekten måste det särskilda majoritetskravet beaktas.

Det kan tilläggas att Aktiebolagskommittén i sin utvärdering av Leo-lagen funnit att majoritetskraven utgjort en effektiv spärr mot otillbörligt utnyttjande av reglerna om avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt för att gynna ledande befattningshavare i bolaget eller koncernen. Aktiebolagskommitténs förslag är därför att regelverket i Leo-lagen skall behållas, om än med vissa justeringar och dessutom fortsättningsvis integrerat i ABL.⁴⁸

2.5.2 Aktiemarknadsnämnden och god sed på aktiemarknaden

Leo-lagen innehåller också vissa regler om information till aktieägarna om sådana incitamentsprogram som lagen tar sikte på. Däremot innehåller lagen inte några materiella regler eller riktlinjer för sådana program. Uppgiften att tillskapa sådana riktlinjer överlämnades istället till den självsanering som

analogt tillämplig och med hänsyn tagen till lagens syfte så bör i vart fall från synpunkten av god sed på aktiemarknaden även överlåtelser bedömas på samma sätt som gäller för emissioner, dvs. styrelsen kan få till uppdrag att verkställa bolagsstämmans beslut men inte ges något eget manöverutrymme. Se också Ds Fi 1986:21 s. 121 och Prop. 1986/87:76 s. 34 f.

⁴⁸ Se SOU 1997:22 s. 219 f. Enligt Aktiebolagskommittén förslag bör reglernas tillämpningsområde utökas till att gälla alla publika aktiebolag och inte bara aktiemarknadsbolag. Se också nedan 4.3.1.

pågick på aktiemarknaden vid lagens tillkomst.⁴⁹ Härmed avsågs framför allt AmN, som då nyligen hade påbörjat sin verksamhet.⁵⁰

AmN är ett rent privaträttsligt subjekt och har därmed sällan några möjligheter att tillgripa formella sanktioner mot de aktörer nämnden är satt att uttala sig om.⁵¹ Det är istället offentlighetens ljus som utgör AmN:s huvudsakliga påtryckningsmedel.⁵² De uttalanden som AmN avger är således inte att direkt jämföra med domstolspraxis eller myndighetsföreskrifter. Into desto mindre får AmN:s uttalanden sägas inneha en normerande verkan i förhållande till aktiemarknadens aktörer. Att exakt beskriva uppkomsten av denna normering är dock en tämligen grannliga uppgift. Inom ramen för detta arbete räcker det med att konstatera att det rör sig om en samverkan mellan olika faktorer som exempelvis social kontroll, massmedial och företagsintern bevakning och i vissa fall även avtalsuppfyllelse.⁵³ Klart är i vart fall att aktiemarknadsbolagen i stort synes följa vad nämnden anför i olika frågor.⁵⁴

AmN:s uppgift är att genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Mot denna bakgrund har AmN i åtskilliga uttalanden alltsedan sin tillkomst behandlat olika former av aktierelaterade incitamentsprogram, bl.a. i fyra principuttalanden⁵⁵, men också i ett flertal uttalanden rörande enskilda fall. Den stora mängden uttalanden har medfört en minskad överskådlighet i den praktiska verksamheten, varför AmN helt nyligen (offentliggjort 2002-01-18) sammanfattat sina tidigare ståndpunkter i ett nytt principuttalande.⁵⁶ Uttalandet är ämnat att i allt väsentligt ersätta samtliga tidigare uttalanden av AmN rörande incitamentsfrågor.⁵⁷

I samband med detta fann nämnden det även behövt att i vissa avseenden ompröva tidigare ståndpunkter i ljuset av den utveckling som ägt rum. Skäl som anfördes för en sådan omprövning var bl.a. den fortlöpande internationalisering som svenska aktiemarknadsbolag undergår och som skärper konkurrensen om nyckelpersoner i företagen. Vidare fanns det enligt nämnden anledning att beakta den tendens mot en mer aktiv ägarfunktion i

⁴⁹ Se Prop. 1986/87:76 s. 22 f.

⁵⁰ AmN:s tillkomst kan förklaras med den s.k. Leo-affären och det behov av att stärka aktiemarknadens självsanering som synliggjordes genom affären. Se Kristiansson s. 21 f.

⁵¹ Aktiemarknadsbolag har emellertid genom inregistreringskontraktet och noteringsavtalet till Stockholmsbörsen i vissa avseenden en avtalsmässig skyldighet att följa AmN:s uttalanden. Under sådana omständigheter kan också sanktioner tillgripas.

⁵² Se Kristiansson s. 28.

⁵³ Se angående detta Jansson särskilt s. 81 ff.

⁵⁴ Se exempelvis DI 2002-01-22.

⁵⁵ Se AmN 1987:11, 1989:1, 1994:6 samt 1998:3.

⁵⁶ Se AmN 2002:01.

⁵⁷ Ett faktum som togs emot med blandade känslor av författaren efter att ha spenderat åtskillig tid med att sammanfatta tidigare praxis från AmN. Det kan också ifrågasättas om uttalandet verkligen är så heltäckande att det kan ersätta samtliga tidigare uttalanden. I vissa frågor synes det fortfarande vara nödvändigt att beakta tidigare uttalanden för att nå vetskap om vad som kan anses utgöra god sed på aktiemarknaden.

näringslivet som kan skönjas, inte minst från statsmakternas sida. Enligt AmN:s uppfattning tar många av de ägarkategorier som svarar för en mycket betydande del av börsvärdet i dag på sig en väsentligt mer aktiv ägarroll än för bara ett årtionde sedan. Denna omständighet föranleder AmN att dra slutsatsen att det nu finns fog för ett principiellt synsätt av den innebörden att, när ett beslut har fattats i enlighet med Leo-lagens beslutskrav, så måste det finnas starka skäl för att betrakta beslutet som stridande mot god sed på aktiemarknaden. Detta förutsätter naturligtvis att den information som har lämnats aktieägarna har varit fullständig och adekvat och att de som berörs av beslutet inte själva har utformat förslaget.

För att undvika onödig upprepning i den följande framställningen skall här återges vad AmN åsyftar med fullständig och adekvat information. För att god sed på aktiemarknaden skall upprätthållas skall styrelsens förslag till bolagsstämman om beslut om utfärdande av ett aktierelaterat incitamentsprogram alltid innehålla följande punkter;

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

Utöver ovanstående bör även en översiktlig beskrivning ges av bolagets övriga aktierelaterade incitamentsprogram i syfte att bereda aktieägarna en möjlighet att sätta in det föreslagna incitamentsprogrammet i ett större sammanhang.

I de fall där styrelsen beslutar om eller godkänner ett aktierelaterat incitamentsprogram utan behandling på bolagsstämman bör i tillämpliga delar ovanstående information istället offentliggöras. Sådan information bör ges omedelbart efter styrelsens beslut.

Avslutningsvis måste aktieägarna även ha möjlighet att följa utvecklingen av ett incitamentsprogram under dess löptid. Bolaget bör därför i årsredovisningen dels beskriva händelser och utfall under det gångna räkenskapsåret avseende nya och gamla incitamentsprogram, dels ge en samlad bild av samtliga aktuella program.⁵⁸

Innehållet och betydelsen i övrigt av AmN:s uttalanden om god sed på aktiemarknaden skall bli föremål för närmare behandling nedan i samband med respektive incitamentsprogram.

2.6 Personaloptioner

2.6.1 Personaloptionen – ett i civilrättsliga sammanhang olyckligt begrepp

En mycket uppmärksammas och använd typ av aktierelaterade incitamentsprogram är s.k. personaloptioner. Användandet av begreppet personaloption medför emellertid en hel del tveksamheter då innebörden av begreppet inte alltid står klart för dem som begagnar sig av det. Inte sällan används ordet personaloption som en slags övergripande benämning på alla typer av optioner som anställda kan förvärva. En sådan begreppsbildning måste dock ur ett juridiskt tekniskt perspektiv betecknas som felaktig, eller i vart fall olycklig, under förutsättning av att man inte vill röra sig med begreppet med flera olika betydelser. Personaloptionen har nämligen inom skatterätten en särskild betydelse som inte på något sätt är utmärkande för samtliga aktierelaterade incitamentsprogram som vänder sig till anställda.

Vidare används ofta personaloptionsbegreppet som en med övriga typer av aktierelaterade incitamentsprogram likställd rättighetstyp.⁵⁹ Med ett sådant synsätt skulle alltså exempelvis användandet av teckningsoptioner och personaloptioner vara två olika, men ur ett regeltekniskt perspektiv likställda, sätt att genomföra ett aktierelaterat incitamentsprogram. Inte heller en sådan begreppsbildning är adekvat. Den kan möjligtvis ha pedagogiska fördelar inom skatterätten men i en civilrättslig framställning bör den helt undvikas. Personaloptionen är nämligen inte en självständig rättighetstyp och skall därför inte heller behandlas som en sådan.

Det finns överhuvud inte någon definition av personaloptionsbegreppet, vare sig i aktiebolags-, värdepappers- eller aktiemarknadsrättslig lagstiftning. Personaloptionsbegreppet är uteslutande en skatterättslig beteckning för ett

⁵⁸ Se för ovanstående AmN 2002:01.

⁵⁹ Se exempelvis AmN 2002:01 där nämnden behandlar personaloptioner tillsammans med syntetiska optioner. Tilltaget förefaller märkligt, särskilt med beaktande av att nämnden själv påpekar att en personaloption är en slags köpoption samt att personaloptionsbegreppet är hämtat från skatterätten.

optionsarrangemang mellan arbetsgivaren, bolaget, och den anställde, där särskilda beskattningsregler skall tillämpas när vissa kriterier är uppfyllda.⁶⁰ Begreppet skall därmed också, enligt här företrädd uppfattning, främst begagnas i skatterättsliga sammanhang.

Inom skatterätten har dock personaloptionsbegreppet blivit synnerligen centralt. Genom lagstiftning våren 1998 har särskilda bestämmelser avseende beskattning av personaloptioner införts med verkan från och med 1999 års taxering.⁶¹ En klassificering av en rättighet som en personaloption medför bl.a. att den anställdes beskattningstidpunkt flyttas fram till dagen då optionen utnyttjas eller överlåtes.

Begreppet personaloption är emellertid inte heller direkt definierat i skatterättslig lagtext. Av förarbetena framgår dock att med personaloption avses en standardiserad rätt som enbart riktar sig till anställda inom ett företag eller företagsgrupp och som består i en rätt för den anställde att vid ett senare tillfälle och till ett bestämt pris förvärva aktier. Ofta är villkoren bestämda i en av företaget beslutad optionsplan. I flertalet fall erhåller den anställde personaloptioner utan att betala någon ersättning. Personaloptioner kännetecknas av att de är förenade med inskränkningar i rätten att förfoga över dem och att löptiden är lång. Det är exempelvis vanligt att personaloptionerna förfaller om anställningen upphör.⁶²

För att en option skall beskattas såsom en personaloption krävs närmare bestämt att följande tre villkor är uppfyllda:

- Optionen erhålles/förvärvas på grund av anställningen.
- Optionen innebär en rätt att i framtiden få förvärva värdepapper (aktier) till ett i förväg bestämt pris eller i övrigt på förmånliga villkor.
- Optionen är inte ett värdepapper i skatterättslig mening.

Att optionen erhållits på grund av anställningen samt att den innebär en rätt till framtida värdepappersförvärv kan normalt konstateras utan större besvär. Det centrala är istället att avgöra huruvida optionen är att betrakta som ett värdepapper eller inte. En sådan bedömning försvåras av det faktum att skattelagstiftningen saknar en egentlig definition av begreppet värdepapper.⁶³

I förarbetena till lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument anges att med värdepapper avses en handling som tillförsäkrar innehavaren en viss rättighet som vanligen kan omvandlas i pengar. Ett grundläggande krav får således anses vara att ett värdepapper skall representera ett värde.

⁶⁰ Se Rutberg i SvSkt (99) s. 602.

⁶¹ Se numera 10 kap. 11 § 2 st. inkomstskattelagen (1999:1229). (Tidigare 41 § anv. 4 p. 4 st. kommunalskattelagen (1928:370).)

⁶² Se Prop. 1997/98:133 s. 21 ff.

⁶³ Se Rutberg i SvSkt (98) s. 42 ff.

Det förhållandet att en viss rättighet inte utgör papper i fysik mening förklarar inte möjligheten att rättigheten utgör ett värdepapper. Många värdepapper är nämligen inte längre papper i ordets egentliga bemärkelse utan har ersatts av en registreringsåtgärd i det kontobaserade värdepapperssystemet.⁶⁴

Härutöver torde krävas att rätten i sig är överlåtbar. Detta villkor har ansetts uppfyllt även om överlåtbarheten begränsats genom en hembudsklausul. Det avgörande är om det finns en möjlighet för optionsinnehavaren att realisera rättigheten.

Vidare torde krävas att rättigheten innebär en ovillkorlig rätt till betalning eller leverans för att betraktas som ett värdepapper. Om exempelvis optionsrättigheten är villkorad i så måtto att rättigheten förverkas om anställningsförhållandet upphör är detta en omständighet som talar för att optionen inte skall anses utgöra ett värdepapper.

Bedömningen av om optionsrättigheten utgör ett värdepapper eller inte skall göras vid förvärvstillfället. Följaktligen skall inte hänsyn tas till att rättigheten senare kan komma att uppfylla villkoren för att betraktas som ett värdepapper.

Sammanfattningsvis bör således en optionsrättighet som innebär en ovillkorlig rätt till betalning eller leverans och som kan överlåtas normalt anses utgöra ett värdepapper.⁶⁵

Det är som framgått främst olika typer av förfoganderättsinskränkningar i optionsavtalsvillkoren som är av vikt vid värdepappersbedömningen. Om sådana inskränkningar är för handen kan detta föranleda att optionsrättigheten inte bedöms vara ett värdepapper vilket då öppnar upp för en klassificering som personaloption. Exempel på sådana avtalsvillkor är följande:

- Optionen får inte överlåtas eller pantsättas under innehavstiden.
- Optionen kan inte utnyttjas förrän efter en viss tidsperiod.
- Optionen förfaller och blir värdelös om anställningen upphör.

En naturlig följd av att optionsrättigheter förenas med dylika överlåtelseförbud är att de inte kan bli föremål för marknadsnotering.

Skatterättsligt karakteriseras en personaloption således av att den inte utgör ett värdepapper. Det är emellertid långt ifrån säkert att den skatterättsliga klassificeringen harmonierar med det civilrättsliga värdepappersbegreppet, vars omfång delvis bestäms med ledning av andra bedömningsgrunder. Civilrättsligt utgörs en personaloption i de allra flesta fall av en köpoption eller av ett optionsarrangemang som väldigt nära anknyter till en köpoption.⁶⁶

⁶⁴ Se Prop. 1990/91:142 s. 85.

⁶⁵ Se Liljeborg s. 583 f.

⁶⁶ Se Andersson, Bratteberg s. 94 f.

Teoretiskt sett kan dock i princip alla typer av aktierelaterade optioner skatterättsligt bli bedömda som varande personaloptioner om de nämnda inskränkningarna anges i optionsvillkoren.⁶⁷ Personaloptionen är sålunda inte en självständig rättighetstyp utan istället ett skatterättsligt begrepp som betecknar att rättighetstypen i fråga har blivit beskärd med förfoganderättsinskränkningar i en sådan omfattning att rättigheten inte längre kan anses utgöra ett värdepapper i skatterättslig mening.

Av ovanstående torde ha framgått att begreppet personaloption inte är särskilt användbart i en huvudsakligen civilrättslig framställning. Det kan emellertid vara av intresse att veta i vad mån och i så fall hur de rättighetstyper som behandlas i detta arbete kan komma att bli betraktade som personaloptioner. Detta skall därför kommenteras löpande i samband med respektive rättighetstyp.

2.6.2 Fördelar och nackdelar med personaloptioner

Något kort skall också anföras om fördelar och nackdelar med utgivandet av incitamentsprogram som klassificeras som personaloptioner.

Ur det utfärdande bolagets perspektiv framstår utnyttjandet av personaloptioner som en i många avseenden förmånlig typ av incitamentsprogram. Företaget kan genom att använda personaloptioner knyta de anställda än hårdare till företaget än vad som är möjligt med värdepappersklassificerade arrangemang.

Förklaringen till detta står givetvis att finna i de med personaloptionen samhörande förfoganderättsinskränkningarna. Den anställda kan genom inskränkningarna normalt inte tillgodogöra sig en fördelaktig kursutveckling förrän efter viss tids anställning i företaget. Vidare förekommer regelmässigt krav på fortgående anställning för att få utnyttja personaloptionen.⁶⁸

Utfärdade incitamentsprogram med sådana villkor kommer att innebära att den anställda i mindre utsträckning än annars lämnar företaget för en annan anställning. En inlåsnings effekt har skapats som kan vara mycket värdefull för företaget som är verksamma i branscher där arbetskraft är en bristvara.

För den anställda kommer av samma skäl ett personaloptionsarrangemang anses vara mindre förmånligt då friheten i viss mån blir beskuren.

Som framgått är personaloptionsbegreppet en skatterättslig beteckning. De huvudsakliga konsekvenserna av ett incitamentsprogram baserat på personaloptioner utgörs sålunda av de uppkomna skatteeffekterna.

Först skall konstateras att när en anställd förvärvar värdepapper från arbetsgivaren på förmånliga villkor så utgör detta en löneförmån som skall förmånsbeskattas i inkomstslaget tjänst. Om deltagandet i det utfärdade incitamentsprogrammet inte sker på marknadsmässiga villkor kommer således förmånsbeskattning inträda. Detta gäller oavsett om optionen

⁶⁷ Se Andersson, Bratteberg s. 93 f.

⁶⁸ Se Rutberg i SvSkt (99) s. 604 f.

klassificeras som ett värdepapper eller ej. Skillnaden står istället att finna i att optioner som utgör värdepapper förmånsbeskattas redan vid förvärvet medan personaloptioner förmånsbeskattas först vid utnyttjandet.⁶⁹ En ordning med uppskjuten beskattning får anses vara positiv för den anställda då risken att drabbas av negativa och oförutsedda skattekonsekvenser minskar betydligt. Då även det s.k. förväntansvärdet skall förmånsbeskattas kan det annars, om aktieutvecklingen inte är så positiv som beräknat, i värsta fall bli så att den erlagda skatten överstiger den faktiskt erhållna förmånen. Behovet av en särskild reglering torde vara som störst just avseende personaloptioner då det främst är vid utfärdande av sådana som avvikelser sker från en marknadsmässig premie. Trots ovanstående positiva effekter kan en personaloption av den anställda upplevas som beskattningsmässigt mindre fördelaktig än om den tilldelade optionen skatterättsligt klassificerats som ett värdepapper. Detta då den anställda kommer att beskattas i inkomstslaget tjänst för hela värdestegringen på optionen till skillnad från värdepappersbeskattade optioner där värdestegringen, efter eventuell erlagd förmånsbeskattning, beskattas i inkomstslaget kapital.⁷⁰

För det utfärdande bolaget kan personaloptioner medföra negativa skatteeffekter. De sociala avgifterna kommer i många fall att vara högre för personaloptioner än för optioner som utgör värdepapper. Anledningen till detta är att fulla sociala avgifter skall erläggas på hela optionsvärdet vid utnyttjandet, vilket inte är fallet vid värdepapperslösningar. Just socialavgiftsuttaget på en okänd framtida värdestegring innebär ett så stort mått av osäkerhet att många bolag väljer bort personaloptioner som alternativ. Förutom att incitamentsprogrammets totalkostnad ökar uppstår också ett trängande behov av att genom finansiella åtgärder skydda (hedga) sig mot i framtiden uppkomna sociala avgifter. Framförallt för mindre onoterade bolag är detta ett problem. Få finansiella aktörer är nämligen villiga att ingå avtal för att försäkra bort riskerna med en värdestegring på en illikvid eller onoterad aktie.⁷¹

Ett upplägg som på senare tid kommit till användning vid utfärdande av personaloptioner är att överföra ansvaret för personaloptionsprogrammet till en trust. På så sätt kan bolaget i viss mån förenkla genomförandet och säkerställa sina kostnader med anledning av programmet. Medel som behövs för programmet överflyttas till trusten i samband med att ansvaret för personaloptionsprogrammet övergår. Det man bl.a. uppnår med förfarandet är att man avskiljer personaloptionerna från företagets resultat- och balansräkning och företaget erhåller omedelbart avdrag för de medel som överförts. Inte heller behöver företaget lämna uppgifter om personaloptionsprogrammet i sin årsredovisning. När optionerna väl

⁶⁹ För de särskilda fall där optionen skatterättsligt varken är ett värdepapper eller en personaloption inträder förmånsbeskattningen någon gång mellan förvärvs- och utnyttjandetidpunkten, se vidare Andersson, Bratteberg s. 103 ff.

⁷⁰ Se Rutberg i SvSkt (99) s. 604 f.

⁷¹ Se vidare angående detta problem Rutberg i SvSkt (99) s. 606 ff.

utnyttjas måste emellertid företaget fortfarande erlägga sociala avgifter. Detta ansvar kan inte överlåtas på trusten. Kostnaden kan dock i viss mån säkras genom att trusten initialt köper fler aktier än vad som behövs, för att sedan, vid de anställdas utnyttjande av optionerna, sälja de extra aktierna och överföra medlen till bolaget som på så sätt får medel för att täcka de sociala avgifterna.⁷²

⁷² Se vidare Andersson, Bratteberg s. 212 ff.

3 Köpoptioner

3.1 Allmänt om köpoptionsprogram

I förhållande till övriga aktierelaterade incitamentsprogram som baseras på optioner kan köpoptioner med aktier som underliggande vara sägas utgöra något av en grundform. Definitionen av en köpoption i här aktuellt hänseende knyter nära an till den grundläggande definitionen av optionsinstrumentet som sådant.⁷³ En köpoption ger sålunda optionsinnehavaren en rätt, men inte en skyldighet, att inom en i förväg bestämd tidsperiod, löptid, eller vid en i förväg bestämd tidpunkt, lösentidpunkt, av optionsutfärdaren köpa aktier till en i förväg bestämd köpkurs, lösenkurs.

Köpoptioner används relativt frekvent som aktierelaterade incitamentsprogram.⁷⁴ Förekomsten av köpoptioner som incitamentsprogram blev vanlig under andra hälften av 1980-talet. Populariteten kan förklaras med att då köpoptioner avser redan befintliga aktier så förutsätter sådana incitamentsprogram ingen nyemission med åtföljande problem rörande bl.a. företrädesrätt och utspädningseffekter.⁷⁵ Till en början utfärdades köpoptioner främst till ledande befattningshavare och hade i övrigt inte en så stor spridning bland övriga anställda.⁷⁶ På senare år har emellertid ett nytt användningsområde framträtt. Mindre företag använder köpoptioner som ett medel för att rekrytera nya anställda nyckelpersoner till företaget.⁷⁷

En avgörande skillnad i förhållande till övriga aktierelaterade incitamentsprogram har till helt nyligen varit att köpoptioner inte utgetts av arbetsgivarbolaget självt utan istället av en tredje part. Anledningen till detta har varit att svenska aktiebolag tidigare inte fått förvärva egna aktier. Följdriktigt har därför inte heller köpoptioner på sådana aktier kunnat utges. Istället har det inom näringslivet utvecklats en ordning där vanligen en huvudaktieägare i arbetsgivarbolaget, visserligen ofta med medverkan och

⁷³ Se ovan 2.2

⁷⁴ Vad avser omfattningen av köpoptionsprogram i svenska börsbolag återfanns sådana program i mars 2001 i ungefärligen 80-100 börsbolag. Till detta tillkommer drygt 50 börsbolag med s.k. personaloptionsprogram som huvudsakligen kan antas baseras på köpoptioner. Se Skog i Balans 4/2001 s. 28 och jmf ovan 2.6.1 om begreppet personaloption.

⁷⁵ Se Samuelsson i JT s. 468. Vad gäller företrädesrätten måste dock den reservationen göras att sådana regler ändå kan komma att behöva beaktas om köpoptionsprogrammet baseras på egna återköpta aktier. Frågan kan också ställas om en utspädning skall anses äga rum om bolaget överlåter egna aktier för att infria åtaganden i ett köpoptionsprogram. Enligt AmN skall så inte anses vara fallet om återköpet av aktierna skett som ett led i incitamentsprogrammet. Se Skog i Balans 4/2001 s. 31.

⁷⁶ Se Lombach, Cederlund s. 196 f.

⁷⁷ Se Andersson, Bratteberg s. 73.

finansiering av arbetsgivarbolaget, utfärdar köptionerna med sina egna aktier som säkerhet.⁷⁸

Sedan den 10 mars 2000 är det dock möjligt för marknadsnoterade bolag att i viss utsträckning förvärva, eller ”återköpa”, egna aktier. Genom de nya reglerna om återköp blir det lättare för marknadsnoterade bolag att genomföra incitamentsprogram baserade på köptioner.

Icke marknadsnoterade bolag har emellertid fortfarande att använda sig av det gamla systemet om de vill begagna sig av köptioner som incitamentsform. Det kan inte heller uteslutas att marknadsnoterade bolag även fortsättningsvis kommer att begagna sig av en huvudaktieägare för att genomföra dylika incitamentsprogram. Nedan skall därför båda förfarandesätten med tillhörande reglering beskrivas, varvid genomgången börjar med det gamla systemet, såsom hittills mest frekvent förekommande av de två förfarandesätten.

Oavsett val av förfarandesätt är det viktigt att tillse att dokumentationen i samband med utfärdandet av köptioner blir korrekt utförd och att parterna vet vad som gäller inför framtiden. Den centrala handlingen i detta sammanhang är köptionsavtalet som skall ange samtliga de villkor som parterna kommit överens om skall gälla för köptionen. Några av de villkor som bör ingå i ett optionsavtal följer nedan.⁷⁹

- Begreppsbestämningar och definitioner av viktiga begrepp i avtalet.
- Storleken på eventuell premie.
- Optionens löptid.
- Optionens lösenkurs.
- Hur anmälan om lösen skall genomföras.
- Hur optionsrättigheten påverkas av händelser som ny- och fondemissioner, fusioner, splitar, likvidation, konkurs m.m.
- Hur villkoren skall tolkas vid en eventuell tvist.

Köptioner är vanligtvis värdepapper i skatterättslig mening. Köptionsavtalet kan emellertid, genom att förenas med förfoganderättsinskränkningar, utformas på ett sådant sätt att optionsrättigheten skatterättsligt upphör att vara ett värdepapper och istället kategoriseras som en personaloption.⁸⁰ I de fall som ett företag avser att utfärda personaloptioner är det vanligen just incitamentsprogram baserade på köptioner som används. Skälet härtill står att finna i att köptioner inte omgärdas av en civilrättslig reglering som kan tänkas försvåra optionsrättighetens klassificering som icke-värdepapper.

⁷⁸ Att arbetsgivarbolaget på något sätt medverkar är en förutsättning för att utfärdandet av köptionerna skall anses utgöra ett incitamentsprogram enligt den definition som används i föreliggande arbete. Det förekommer emellertid att köptionsprogram utställs utan medverkan från arbetsgivarbolaget, se AmN 2002:01 och 1987:11.

⁷⁹ Se Andersson, Bratteberg s. 82.

⁸⁰ Se ovan 2.6.1.

3.2 Köptionsprogram när inte arbetsgivarbolaget är utställare

Om det är en tredje part som skall fungera som utställare av köptionsprogram behöver inte reglerna om återköp av egna aktier beaktas. Det finns inte heller i övrigt några specifika civilrättsliga regler som rör själva utfärdandet av köptionsprogram. Köptionsprogram är istället ett renodlat avtalsrättsligt instrument och parterna till avtalet kan i princip utforma avtalet helt efter eget tycke. Det skulle därmed inte heller finnas några begränsningar avseende vilket rättssubjekt som utfärdar köptionsprogramerna eller står som mottagare. Beslut om att utfärda ett köptionsprogram torde vidare kunna fattas av bolagets styrelse utan att behöva hänskjuta frågan till bolagsstämman för avgörande. I vissa fall kan det till och med vara så att beslutet får anses falla inom den löpande förvaltningen, varför beslutet kan fattas direkt av VD.⁸¹ Det förtjänar att framhållas att utfärdande av incitamentsprogram under dylika tämligen kravlösa former är speciellt kännetecknande för köptionsprogram.⁸²

Ovanstående gäller dock inte undantagslöst. Även om Leo-lagen inte är direkt tillämplig så kan lagen ändå under vissa förhållanden inverka på utfärdandet av köptionsprogram i aktiemarknadsbolag. Vidare har AmN vid ett flertal tillfällen uttalat sig om vad som utgör god sed på aktiemarknaden i fråga om incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag. Då aktiemarknadsbolag har förbundit sig att följa god sed på aktiemarknaden, så som den tolkas och utvecklas av AmN, får sådana uttalanden en normerande verkan. Dessa aspekter skall bli föremål för behandling nedan. Först skall emellertid själva förfarandesättet vid utfärdande av köptionsprogram när inte arbetsgivarbolaget är utställare bli föremål för behandling.

Avtalskonstruktionen vid utfärdande av köptionsprogram är inte speciellt komplicerad. Inom svenskt näringsliv har en särskild avtalsform utvecklats som innebär att en större aktieägare, normalt huvudaktieägaren, ingår avtalet med de personer som skall delta i incitamentsprogrammet. Avtalen kan emellertid även utformas på andra sätt med en utomstående aktör som utfärdare, exempelvis en bank eller fondkommissionär. Den på marknaden främst förekommande lösningen inrymmer dock deltagande av en större aktieägare.⁸³ Gemensamt för alla typer av dylika avtalskonstruktioner är att det inte uppstår någon direkt avtalsrelation mellan den anställde och arbetsgivarbolaget, men att arbetsgivarbolaget på olika sätt ändå medverkar till att incitamentsprogrammet kommer till stånd.

Olika tillvägagångssätt kan som sagt tänkas och arbetsgivarbolagets medverkan kan variera till sitt slag. Som exempel på olika former av medverkan kan nämnas att arbetsgivarbolaget verkar för tillkomsten av

⁸¹ Se Samuelsson i JT s. 472.

⁸² Samt för incitamentsprogram baserade på syntetiska optioner.

⁸³ Se Andersson, Bratteberg s. 76 och Samuelsson i JT s. 463.

optionsavtalet genom att deltaga i förhandlingar med optionsutfärdaren eller andra intressenter, att bolaget medverkar till finansieringen och administrationen av programmet, samt att bolaget före avtalets tillkomst på begäran av optionsutfärdaren alternativt av optionsförvärvaren samtycker till att avtalet träffas.⁸⁴ Ett normalt förfarande kan åskådliggöras enligt följande.⁸⁵

1. Optionsutfärdaren (huvudaktieägaren) och arbetsgivarbolaget kommer i samråd överens om att initiera ett köptionsprogram.
2. Huvudaktieägaren utfärdar köptioner till berörda anställda med sina egna aktier som underliggande egendom.
3. De anställda erlägger en premie till huvudaktieägaren i samband med förvärvet av köptionerna.
4. Arbetsgivarbolaget betalar en administrationsavgift till huvudaktieägaren för att minska dennes kostnader med anledning av köptionsprogrammet.
5. Optionsinnehavarna begär lösen enligt optionsavtalet varvid huvudaktieägaren fullgör sin skyldighet genom att överlåta sina egna aktier i arbetsgivarbolaget.

Med anledning av att det ifrågavarande förfarandesättet som alltså innebär att arbetsgivarbolaget och optionsutfärdaren inte är samma aktiebolag har det diskuterats om ett utställande av köptioner skulle kunna utgöra ett korruptionsbrott.⁸⁶ Konstruktionen medför nämligen att de berörda anställda erhåller en förmån från annan än arbetsgivaren, vilket är en central faktor vid bedömningen av korruptionsbrottslighet. Tanken är således att deltagarna i incitamentsprogrammet skall favorisera huvudaktieägaren på övriga ägares bekostnad. Så länge som arbetsgivarbolaget aktivt medverkar till utfärdandet av köptionerna så förefaller emellertid en sådan brottsrubricering som mindre trolig. Denna bedömning stärks av det faktum att målsättningen med ett incitamentsprogram är den rakt motsatta vad som vill uppnås genom korruption.⁸⁷

Även det optionsutfärdande bolagets aktieägare kan emellertid tänkas ha invändningar på köptionsprogrammet. Om beslutet att utfärda köptioner inte kan ifrågasättas på formella beslutsmässiga grunder kan tänkas att en minoritet med missnöjda aktieägare angriper beslutets materiella innehåll. Om villkoren i köptionsprogrammet framstår som osedvanligt förmånliga kan beslutet vara oförenligt med den aktiebolagsrättsliga generalklausulen i 9 kap. 37 § ABL, genom att beslutet ger otillbörlig fördel åt annan till nackdel för aktieägare.

⁸⁴ Se AmN 1987:11 och 2002:01.

⁸⁵ Jmf Samuelsson i JT s. 467 och Andersson, Bratteberg s. 76.

⁸⁶ Vad gäller optionsförvärvaren mutbrott (BrB 20 kap. 2 §) och vad gäller optionsutfärdaren bestickning (BrB 17 kap. 7 §).

⁸⁷ Se utförligt Samuelsson i JT s. 478 ff. samt Lombach, Cederlund s. 197. Jmf AmN 1987:11.

Framgångarna med en sådan talan måste emellertid bedömas som tämligen små. Bara det faktum att ett köptionsprogram utfärdats är inte tillräckligt då sådana incitamentsprogram är etablerade inom näringslivet. Härtill kommer att köptionsprogrammet indirekt syftar till att gynna aktieägarna även i det optionsutfärdande bolaget genom att värdet på deras aktieinnehav i det optionsutfärdande bolaget (som i sin tur är aktieägare i arbetsgivarbolaget) ökar om arbetsgivarbolagets resultat förbättras.

Eftersom oskäligheten av en utfärdad köption med säkerhet först kan fastställas vid lösentidpunkten och en eventuell klandertalan skall ske inom tre månader från beslutsdatum måste vidare optionsvillkoren framstå som uppenbart oskäligen för att talan skall kunna vinna bifall. Vanligen erhåller därtill det optionsutfärdande bolaget både en administrationsavgift från arbetsgivarbolaget och en premie från optionsförvärvarna, vilket försvårar bevisningen rörande köptionsprogrammets förment bristande reciprocitet, då det saknas en exakt formel för dylika beräkningar.⁸⁸

Ytterligare en invändning kan vara att köptionsprogrammet till sin effekt utgör en vederlagsfri utbetalning. Så kan tänkas vara fallet om det optionsutfärdande bolaget inte erhåller en marknadsmässig premie och inte heller i övrigt kan anses kompenserade med anledning av optionsutfärdandet, exempelvis via en administrationsavgift från arbetsgivarbolaget.⁸⁹

3.2.1 Leo-lagens direkta tillämplighet vid köptionsprogram

Leo-lagen är enligt sin ordalydelse inte direkt tillämplig när ett aktiemarknadsbolag står som utfärdare av ett köptionsprogram även om mottagarna av optionerna skulle tillhöra någon av de i Leo-lagen uppräknade personkretsarna.⁹⁰ Anledningen härtill är att det vid själva utfärdandet av ett köptionsprogram varken sker någon emission eller någon överlåtelse av aktier, vilket är en förutsättning för Leo-lagens direkta tillämplighet. Det är inte ens säkert att köptionsprogrammet någonsin kommer att resultera i en aktieöverlåtelse då optionsrättigheten vid lösentidpunkten mycket väl kan befinnas vara värdelös med anledning av den rådande aktiekursen.

Utfärdande av ett köptionsprogram kan emellertid leda till att en överlåtelse av aktier sker som aktualiserar Leo-lagens regelverk. Så blir fallet om de anställda som deltagit i incitamentsprogrammen använder sig av sin optionsrättighet och begär att få förvärva aktier från det utfärdande aktiemarknadsbolaget.⁹¹ Givetvis erfordras för tillämplighet också att den anställde tillhör någon av de i Leo-lagen uppräknade personkretsarna,

⁸⁸ Se utförligt Samuelsson i JT s. 475 ff.

⁸⁹ Se nedan 6.1 angående syntetiska optioner och jmf Samuelsson i JT s. 477.

⁹⁰ Se ovan 2.5.1 om förutsättningarna i övrigt för Leo-lagens tillämplighet.

⁹¹ Se Lombach, Cederlund s. 197 och Samuelsson i JT s. 468 ff.

vilket är fallet om det utfärdande bolaget och arbetsgivarbolaget tillhör samma koncern. Leo-lagen omfattar emellertid inte en aktieöverlåtelse som är resultatet av att den anställde avyttrat sin option och det således är någon annan som påkallar lösen, så länge inte också denna person omfattas av de i Leo-lagen relevanta personkretsarna. En sådan ordning är också följdlig om man betänker att Leo-lagen inte syftar till att reglera aktieöverlåtelser i vidare mån än vad som behövs för att utesluta ett kringgående av lagens regler om emissionsbeslut.⁹²

Om den senare aktieöverlåtelser träffas av Leo-lagen måste bolagstämman i det utfärdande aktiebolaget fatta beslut om överlåtelser med beaktande av de pluralitetskrav som gäller enligt Leo-lagen. Själva essensen i köptionsavtalet, lösenrätten, är således i dessa fall svävande till dess att beslut tagits på bolagsstämma. Skulle överlåtelser av aktier ändå ske utan att föregås av beslut på bolagsstämma är överlåtelser i princip ogiltig enligt Leo-lagen.⁹³ Att delta i ett incitamentsprogram under dylika omständigheter framstår som minst sagt tveksamt.

Det förefaller därför vara naturligt att även själva utfärdandet av köptionsprogram, som kan tänkas mynna ut i en aktieöverlåtelser som omfattas av Leo-lagen, skall beslutas i överensstämmelse med lagens bestämmelser. En rimlig tolkning av Leo-lagen torde nämligen vara att om utfärdandet av köptionerna beslutats enligt Leo-lagens regler, bör lösen av optionerna kunna ske utan att frågan återigen hänskjuts till bolagsstämma.⁹⁴ Så torde också vara det vanliga förfarandesättet i praktiken.

3.2.2 God sed på aktiemarknaden

Som framgått råder det i huvudsak avtalsfrihet vid utfärdande av köptionsprogram. Med undantag för de fall där Leo-lagen blir tillämplig vid de aktieöverlåtelser som eventuellt kan bli en följd av ett köptionsprogram, finns det inte heller någon civilrättslig lagstiftning som uppställer särskilda riktlinjer avseende exempelvis beslutsformer och informationsgivning.

Vad gäller aktiemarknadsbolag kompliceras dock bilden av att dessa bolag dessutom har att följa god sed på aktiemarknaden. AmN har vid flera tillfällen uttalat sig om vad den anser vara god sed på aktiemarknaden vad gäller aktierelaterade incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag.⁹⁵

Nedan följer en genomgång av vad som får anses utgöra god sed på aktiemarknaden i fråga om köptionsprogram där arbetsgivarbolaget

⁹² Se Samuelsson i JT s. 469 och Prop. 1986/87:76 s. 36.

⁹³ Se Samuelsson i JT s. 469 f.

⁹⁴ Se Skog i Balans 1/2000 s. 30 och Lombach, Cederlund s. 197. I AmN 2002:01 framgår att AmN:s uppfattning är att om optionsprogrammet godkänts av bolagsstämman med Leo-majoritet så skall inte något ytterligare beslut av stämman anses behövligt för det fall att optionsinnehavaren väljer att utnyttja optionen. Problemet behandlas mer ingående nedan 3.3.2.

⁹⁵ Nu senast i ett omfattande principuttalande. Se AmN 2002:01.

medverkar till att incitamentsprogrammet kommer till stånd. Det skall tilläggas att i de fall som arbetsgivarbolaget är ett onoterat bolag så aktualiseras som regel inte frågan om god sed på aktiemarknaden. Den situationen kan emellertid tänkas uppkomma att arbetsgivarbolaget är onoterat men att optionsutfärdaren är ett aktiemarknadsbolag. I sådana fall kan frågor om god sed på aktiemarknaden ändå få betydelse.⁹⁶

Vad först avser formerna för beslut kan följande anföras. Om arbetsgivarbolaget och optionsutfärdaren ej tillhör samma koncern, vilket exempelvis är fallet om optionsutfärdaren är en bank eller fondkommissionär, skall arbetsgivarbolagets medverkan komma till uttryck genom beslut i arbetsgivarbolagets styrelse.⁹⁷

I de fall när köptionsprogrammet vänder sig till styrelseledamöter i arbetsgivarbolaget, som inte också är anställda där, skall beslut om sådant deltagande dessutom tagas eller godkännas av bolagsstämman.⁹⁸ Skulle berörd styrelseledamot även vara aktieägare i arbetsgivarbolaget bör denna inte vara delaktig i stämmans beslutsfattande. Stämmans beslut kan emellertid i detta avseende fattas med enkel röstmajoritet.⁹⁹ Styrelseledamot bör emellertid endast delta under förutsättning av att optionsvillkoren är grundande på en marknadsmässig bedömning.¹⁰⁰

Om optionsutfärdaren är aktieägare i arbetsgivarbolaget utan att det för den skull är fråga om ett koncernförhållande, en situation som får anses vara tämligen vanligen förekommande, får inte heller optionsutfärdaren delta i ett bolagsstämmobeslut som rör styrelseledamots deltagande i incitamentsprogrammet. Därigenom reduceras risken för framtida lojalitetsband mellan berörda styrelseledamöter och optionsutfärdaren.¹⁰¹

Tillhör optionsutfärdaren och arbetsgivarbolaget samma koncern och moderbolaget (optionsutfärdaren) dessutom är ett aktiemarknadsbolag tillkommer emellertid ytterligare reglering. I ett principiellt mycket viktigt uttalande har AmN slagit fast att beslut om köptionsprogram i sådana fall bör fattas i former motsvarande dem som anges i Leo-lagen.¹⁰² Vad som åsyftas här är att bolagsstämman i det utfärdande moderbolaget skall godkänna köptionsprogrammet med iakttagande av ett majoritetskrav på

⁹⁶ Se Skog i Balans 1/2000 s. 29.

⁹⁷ Se AmN 1987:11. Ingen ändring genom AmN 2002:01.

⁹⁸ Se AmN 1998:3 som utgjorde en omprövning i förhållande till en tidigare mycket restriktiv inställning från AmN:s sida till sådana köptionsprogram. Något krav på särskilda skäl för deltagande uppställs således inte längre. Nuvarande praxis har blivit bekräftad genom AmN 2002:01.

⁹⁹ Se Skog i Balans 1/2000 s. 29.

¹⁰⁰ Se Skog i Balans 4/2001 s. 31 och AmN 1998:3.

¹⁰¹ Se Skog i Balans 1/2000 s. 29 och AmN 2002:01.

¹⁰² Se AmN 1987:11. Ingen ändring genom AmN 2002:01. Jmf ovan 3.2.1. där det talades om att Leo-lagens regelverk kan aktualiseras vid en aktieöverlåtelse till följd av ett utfärdat köptionsprogram, när det utfärdande bolaget och arbetsgivarbolaget tillhör samma koncern. God sed på aktiemarknaden kräver emellertid att redan beslutet om utfärdande av köptionsprogrammet skall ske med beaktande av Leo-lagens majoritetskrav. Som ovan konstaterats torde emellertid detta vara det praktiska förfarandesättet även utan att någon hänsyn tas till god sed på aktiemarknaden.

9/10 av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Syftet är att skydda moderbolagets minoritetsaktieägare mot otillbörligt gynnande av dotterbolaget (arbetsgivarbolaget).¹⁰³

Också i de fall där arbetsgivarbolaget inte är ett dotterbolag men väl ett intressebolag till optionsutfärdaren, kräver hänsynen till god sed på aktiemarknaden att Leo-lagens beslutsformer följs, om det med tanke på ägarandelen, inflytandet och andra omständigheter framstår som sakligt motiverat att i detta sammanhang behandla intressebolaget som ett dotterbolag.¹⁰⁴

Vad gäller utfärdande av köptionsprogram inom koncernförhållanden har tidigare gällt att styrelseledamöter, som inte dessutom är anställda i bolaget, i dessa fall normalt inte bör delta i sådana incitamentsprogram.¹⁰⁵ Numera torde inte god sed på aktiemarknaden hindra att styrelseledamöter i arbetsgivarbolaget deltar i incitamentsprogram av detta slag, under förutsättning av att de inte samtidigt är styrelseledamöter i moderbolaget, samt att de principer som ovan redogjorts för i anslutning till program riktade till styrelseledamöter iaktas.¹⁰⁶

Det skulle också kunna tänkas att optionsutfärdaren är ett dotterbolag till arbetsgivarbolaget. Ett dotterbolag får emellertid enligt 7 kap. 23 § ABL inte förvärva aktier i sitt moderbolag. Det torde därför i praktiken inte heller förekomma att ett dotterbolag utfärdar köptionsprogram baserade på aktier i moderbolaget.¹⁰⁷

Som nämnts ovan kan frågan om god sed på aktiemarknaden aktualiseras även i de fall där inte arbetsgivarbolaget, men väl optionsutfärdaren, är ett aktiemarknadsbolag. Om optionsutfärdaren samtidigt också är moderbolag till arbetsgivarbolaget och därmed ett koncernförhållande är för handen skall även här Leo-lagens regler beaktas vid moderbolagets beslutsfattande. Beslutsformerna i arbetsgivarbolaget berörs emellertid inte av AmN:s uttalanden i dylika situationer.¹⁰⁸

Gemensamt för de ovan behandlade situationerna är att köptionsprogrammen baseras på köptioner avseende aktier i arbetsgivarbolaget. Att så är fallet är naturligt då det annars inte vore fråga

¹⁰³ Frågan är emellertid om regleringen medför något ytterligare utöver vad som redan gäller enligt den aktiebolagsrättsliga generalklausulen, jmf Samuelsson i JT s. 469.

¹⁰⁴ Se AmN 1998:3, jmf AmN 1989:1. Möjligtvis skall AmN 2002:01 förstås som att detta krav numera slopats.

¹⁰⁵ Se AmN 1998:3.

¹⁰⁶ Se AmN 2002:01. En särskild fråga är om en styrelseledamot i moderbolaget kan delta i köptionsprogrammet. Då det är styrelsen i moderbolaget som i viss mån kan sägas utgöra garanten för programmets skälighet bör sådan styrelseledamot normalt inte själv omfattas av incitamentsprogrammet. Se angående detta AmN 1998:3, 2002:01 och jmf Skog i Balans 1/2000 s. 30 om den eventuella betydelsen av särskilda skäl.

¹⁰⁷ Se vidare Skog i Balans 1/2000 s. 30 om det särskilda fall att dotterbolaget ställt ut köptioner på konvertibla skuldebrev utgivna av moderbolaget.

¹⁰⁸ Se AmN 2002:01 och Skog i Balans 1/2000 s. 30.

om ett renodlat aktierelaterat incitamentsprogram ur arbetsgivarbolagets perspektiv.

En i praktiken förekommande och näraliggande situation, som i viss mån kan sägas uppfylla samma syften som de ovan behandlade optionsprogrammen, är emellertid när köptionsprogrammet baseras på aktier i ett annat bolag i samma koncern som arbetsgivarbolaget. Det finns flera olika tänkbara varianter av en sådan konstruktion och det skulle leda för långt att här redogöra för dem alla, särskilt med beaktande av att AmN:s praxis om god sed på aktiemarknaden ännu inte kan anses fullständig i detta avseende.¹⁰⁹ Följande typsituationer skall dock kommenteras.

I de fall ett moderbolag som samtidigt utgör ett aktiemarknadsbolag avser att medverka till att ett fristående bolag ställer ut köptioner på aktier i moderbolaget till anställda i ett onoterat dotterbolag så torde det räcka med att ett sådant beslut tages av moderbolagets styrelse. Leo-lagens beslutsformer behöver sålunda inte iakttas.¹¹⁰

Vad sedan gäller beslutsformerna i arbetsgivarbolaget om detta är ett aktiemarknadsbolag så får anses gälla att om de utfärdade köptionerna avser aktier i arbetsgivarbolagets moderbolag eller annan huvudägare så skall programmet underställas arbetsgivarbolagets bolagsstämma för godkännande. Ett sådant beslut bör kunna fattas med enkel majoritet men moderbolaget eller den huvudaktieägare som gjort erbjudandet bör i så fall inte delta i stämmans beslut. Detta då det inte kan uteslutas att en sådan konstruktion riskerar att kunna gynna optionsutfärdaren framför minoritetsaktieägarna i arbetsgivarbolaget, varför aktieägarna bör beredas möjlighet att ta ställning till det lämpliga i förslaget. Särskilt gäller detta om optionsutfärdaren är kund till arbetsgivarbolaget eller om bolagen har andra affärsförbindelser med varandra. Under sådana omständigheter ökar risken att övriga ägare i arbetsgivarbolaget missgynnas av konstruktionen.¹¹¹

Vad sedan avser villkoren för köptionsprogram så bör dessa, för att vara i överensstämmelse med god sed på aktiemarknaden, vara grundade på en marknadsmässig bedömning.¹¹² Kravet på marknadsmässiga villkor avser emellertid helhetsbilden. Hur enskilda villkor, såsom storlek på premie, löptid, lösenpris etc. detaljregleras är således av underordnad betydelse så länge villkoren vid en helhetsbedömning framstår som marknadsmässiga.¹¹³

Optionens pris (premien) bör dock i stort följa eventuell marknadsnotering, eller om sådan saknas vara beräknad enligt någon allmänt vedertagen

¹⁰⁹ Se Skog i Balans 1/2000 s. 31 som berör några situationer som blivit behandlade av AmN.

¹¹⁰ Se AmN 1987:10. Bekräftat i AmN 2002:01.

¹¹¹ Se AmN 2001:16 och 2002:01.

¹¹² Se AmN 2002:01 som inte torde ha inneburit någon förändring i denna del. I detta sammanhang förtjänar att nämnas att det kan förmodas att villkorens marknadsmässighet främst torde återspegla vad skattemyndigheterna lägger in i detta begrepp. Ett visst spelrum för utgivande av förmånliga köptioner utan aktualiserad förmånsbeskattnings skulle därmed kunna tänkas.

¹¹³ Se AmN 1999:17.

värderingsmodell. Värderingsproblem är tämligen vanligen förekommande då ofta de utfärdade köptionerna inte är av standardiserad natur. Detta problem förstärks ytterligare i de fall optionsvillkoren innefattar ett överlåtelseförbud.¹¹⁴

Det är dock förenligt med god sed på aktiemarknaden att underlätta de anställdas deltagande i incitamentsprogrammen, genom att bidra ekonomiskt, om sådan subventionering redovisas öppet.¹¹⁵ Det torde dock krävas att sådana givna förmåner står i rimlig proportion till den anställdes ställning, ansvar och förväntade arbetsprestationer i arbetsgivarbolaget.¹¹⁶ Vidare så innebär inte kravet på marknadsmässighet något hinder mot den tämligen vanliga konstruktionen att de anställda erhåller optionerna utan ersättning, så länge som det särskilt anges att köptionsprogrammet skall förstås mer som en bonus än som ett traditionellt incitamentsprogram.¹¹⁷

Vad avser storleken på tilldelningen av optioner inom ramen för ett köptionsprogram så behöver inte längre ett schablonmässigt hänsynstagande till relationen mellan tilldelningen och den enskildes lön och andra anställningsförmåner eftersträvas.¹¹⁸ Det måste dock fortfarande bedömas som väsentligt att tilldelningen hålls på en rimlig nivå. Förtroendet för aktiemarknaden kan nämligen lätt rubbas, om mycket omfattande tilldelning sker till ledande funktionärer vilka har haft eller uppfattas ha haft möjlighet att själva påverka beslutsprocessen. Tilldelningen bör också bedömas med beaktande av förekomsten av andra program för berörda funktionärer.¹¹⁹

En viktig fråga i detta sammanhang rör bolagens informationsgivning med anledning av ett köptionsprogram. Detta har berörts ingående ovan.¹²⁰ Här skall endast återigen påpekas att huvudregeln i detta avseende är att köptionsprogram bör offentliggöras utan obehörigt dröjsmål. Informationen bör bl.a. omfatta uppgift om vilka personalkategorier som berörs, tilldelningens storlek, premium, lösenpris och löptid. I de fall som beslutet om köptionsprogram skall underställas beslut på bolagsstämma skall motsvarande information lämnas i kallelsen till stämman. Detta gäller både avseende beslut på bolagsstämma i arbetsgivarbolaget och i det utfärdande bolaget, i de fall sådant beslut erfordras.¹²¹

I begreppet god sed på aktiemarknaden ligger slutligen också ett krav på de berörda bolagen att inför genomförandet av ett köptionsprogram göra en samlad bedömning av programmet och dess konsekvenser, för att tillsäkra

¹¹⁴ Se Lombach, Cederlund s. 197 och AmN 1987:11.

¹¹⁵ Se AmN 2002:01.

¹¹⁶ Se AmN 1998:3 och 1991:1. Möjligtvis skall AmN 2002:01 förstås som att dessa krav numera har slopats.

¹¹⁷ Se Skog i Balans 1/2000 s. 32 och AmN 1998:8.

¹¹⁸ Praxis ändrades genom AmN 1998:3. För gammal praxis se AmN 1989:1. Nuvarande praxis bekräftat genom AmN 2002:01.

¹¹⁹ Se AmN 1998:3.

¹²⁰ Se ovan 2.5.2 och AmN 2002:01

¹²¹ Se vidare Skog i Balans 1/2000 s. 32.

att det hela framstår som rimligt. I de fall som rimligheten kan ifrågasättas kan nämligen detta skada, inte bara bolagen och de berörda personerna själva, utan också allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.¹²²

3.3 Köptionsprogram när arbetsgivarbolaget är utställare

Som ovan omnämnts finns det numera en möjlighet för publika aktiebolag, vars aktier är noterade vid en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad, att förvärva egna aktier. För övriga publika aktiebolag liksom för privata aktiebolag gäller emellertid fortfarande ett allmänt förbud mot förvärv av egna aktier.¹²³ De återköpta aktierna kan vidare bli föremål för överlåtelse.¹²⁴ Den nya regleringen möjliggör därmed för ett marknadsnoterat aktiebolag att själv ställa ut köptionsprogram på de egna aktierna. Tidigare har som framgått ett arbetsgivarbolag som velat initiera ett köptionsprogram tvingats ta hjälp av en tredje part.

Denna nya möjlighet till återköp har också begagnats i stor utsträckning av de marknadsnoterade bolagen. Återköp av egna aktier har blivit tämligen vanligt förekommande på värdepappersmarknaden och inte sällan anges som motiv till återköpen just att de förvärvade aktierna skall användas för att introducera incitamentsprogram för bolagets anställda.¹²⁵ Det kan med anledning av detta synas minst sagt märkligt att inte detta användningsområde berörts i förarbetena till de nya lagstiftningen. Denna aspekt skall bli föremål för närmare behandling nedan.

I princip två handlingsalternativ står öppna för ett arbetsgivarbolag som vill utnyttja reglerna om återköp för att utfärda ett köptionsprogram. Arbetsgivarbolaget i fråga kan förvärva de underliggande aktierna före eller

¹²² Se AmN 1998:3 och Skog i Balans 1/2000 s. 33.

¹²³ Frågan om huruvida även övriga publika aktiebolag och privata aktiebolag skall tillåtas förvärva egna aktier skall avgöras efter ytterligare utredning rörande skattemässiga frågeställningar som uppkommer i sammanhanget. Aktiebolagskommittén har emellertid föreslagit att såväl publika som privata aktiebolag skall tillåtas förvärva egna aktier. Se bl.a. SOU 1997:22 s. 245 ff., SOU 2001:1 s. 19 och Prop. 1999/2000:34 s. 54. Det finns anledning att återkomma till frågan nedan.

¹²⁴ När det gäller frågan hur återköpta aktier skall behandlas efter förvärvet kan man tänka sig två principiellt olika lösningar. Den ena innebär att aktierna måste lösas in och att aktiekapitalet skall sättas ned med belopp motsvarande aktiernas nominella värde. Det andra innebär att aktiebolaget kan behålla aktierna och senare överlåta dem till aktieägare eller någon utomstående. Se Prop. 1999/2000 s. 58.

¹²⁵ Se för en sammanställning om återköpsfrekvensen bl.a. DI 2000-11-30 och 2001-12-28. En annan möjligtvis något oväntad följd av att möjlighet till återköp av egna aktier nu finns är att aktiebolag där ledningen själv har aktierelaterade optionsprogram synes vara mer benägna att förvärva egna aktier än andra företag. Förklaringen står antagligen att finna i en tro hos ledningen att de egna optionsprogrammen skall öka i värde om återköp av egna aktier sker. Aktiekursen väntas nämligen stiga vid återköp. Se angående detta DI 2000-06-13 och 2000-06-14.

i samband med utfärdandet av köptionerna eller vänta med att återköpa nödvändigt antal aktier till dess att lösen påkallas av optionsinnehavarna. Oavsett tillvägagångssätt är de materiella reglerna avseende förvärvet av aktierna det samma. Dessa regler skall bli föremål för en presentation nedan.

Det finns således ingen direkt lagteknisk koppling mellan det lagreglerade återköpet av aktier och det oregrulerade utfärdandet av ett köptionsprogram. Redan här skall dock påpekas att beslutet att utfärda ett köptionsprogram bör fattas med iakttagande av de beslutskrav som gäller enligt Leo-lagen, då Leo-lagen i vilket fall kommer att vara tillämplig på den senare överlåtelsen av aktier till de berörda anställda. Detta kommer att utvecklas nedan.

Återköpet av aktier i sig är dock enbart en förutsättning för att arbetsgivarbolaget skall kunna uppfylla sina åtaganden gentemot de berörda anställda och kan därmed i princip företas vid valfri tidpunkt.

Skulle arbetsgivarbolaget utfärda köptioner utan att dessförinnan återköpa nödvändigt antal aktier finns emellertid en risk att åtagandet enligt optionsavtalet, med anledning av stigande aktiekurser, medför en finansiell utgift för bolaget. För att helt försäkra sig mot sådana eventualiteter bör bolaget först återköpa de egna aktierna till rådande kurs via börsen.¹²⁶

I de fall som köptioner utfärdas innan ett återköp av egna aktier skett tillkommer vidare den problematiken att bolaget med anledning av tvingande borgenärsskyddsregler i ABL kan vara förhindrad att företa de nödvändiga återköpen. Denna problematik skall utvecklas närmare nedan. Med beaktande av ovanstående är det emellertid att rekommendera att arbetsgivarbolaget återköper nödvändigt antal egna aktier innan utfärdandet av köptionsprogrammet.

Med utgångspunkt i att återköpet av aktier sker innan utfärdandet av köptionsprogrammet kan förfarandet beskrivas enligt nedan.¹²⁷

1. Arbetsgivarbolaget förvärvar egna aktier från börsen enligt rådande börskurs.
2. Arbetsgivarbolaget utfärdar köptioner till berörda anställda med sina egna aktier som underliggande egendom.
3. De anställda erlägger en premie till arbetsgivarbolaget i samband med förvärvet av köptionerna.
4. Optionsinnehavarna begär lösen enligt optionsavtalet varvid arbetsgivarbolaget fullgör sin skyldighet genom att överlåta sina egna återköpta aktier.

Någon korruptionsbrottslighet kan det av naturliga skäl inte vara fråga om när arbetsgivarbolaget själv är utställare av köptionerna. Vidare underlättas utfärdandet av köptionsprogram av det faktum att man inte

¹²⁶ Se Andersson, Bratteberg s. 77.

¹²⁷ Jmf Andersson, Bratteberg s. 78.

behöver involvera en tredje part, med allt vad detta innebär i fråga om administration, beslutsformer och minoritetsaspekter.¹²⁸

Den praxis avseende god sed på aktiemarknaden som utvecklats av AmN vad gäller köpoptionsprogram när inte arbetsgivarbolaget är utställare måste i tillämpliga delar även anses gälla när ett arbetsgivarbolag själv är utställare av köpoptionerna. Detta torde särskilt gälla de uttalanden som rör marknadsmässigheten, informationsgivningen och den allmänna rimligheten vid utfärdandet av programmen. Det kan emellertid väntas att AmN inom kort mer specifikt kommer att ta ställning till återköp av aktier i förhållande till incitamentsprogram.¹²⁹

3.3.1 Regleringen vid ett aktiebolags förvärv av egna aktier

Nedan skall de lagar och rekommendationer som finns att beakta vid ett aktiebolags förvärv av egna aktier översiktligt presenteras.¹³⁰ Det är härvidlag främst bestämmelser i ABL och i NBK:s rekommendation rörande köp och försäljning av egna aktier som kommer i fråga.

Vad först avser regleringen i ABL kan ett förvärv av egna aktier enligt 7 kap. 7 § ABL utföras på principiellt två olika sätt:

- Genom köp på aktiemarknaden.
- Genom ett förvärvserbjudande som riktas till samtliga aktieägare.

Det är sålunda inte tillåtet att återköpa aktier genom förhandling mellan bolaget och viss eller vissa aktieägare. Anledningen härtill är att en sådan möjlighet skulle öppna upp för utpressningsliknande situationer där ett aktiebolag mer eller mindre tvingas återköpa aktier av en ägare som annars hotar att ta kontrollen över bolaget, s.k. greenmail.¹³¹

Då förvärv av egna aktier uppvisar stora likheter med vinstutdelning innehåller lagens bestämmelser ett flertal borgenärsskyddsregler. Återköp av aktier får således endast ske inom ramen för bolagets fria egna kapital. Vidare skall den s.k. försiktighetsregeln beaktas, vilket innebär att förvärv av egna aktier inte får ske med så stort belopp att förvärvet med hänsyn till bolagets konsolideringsbehov, likviditet eller ställning i övrigt strider mot god affärssed.¹³²

¹²⁸ Se ovan 3.2.

¹²⁹ AmN har redan i uttalandet AmN 2002:01 berört utställandet av köpoptioner på egna aktier. Vad som ägnar att förvåna är att uppgifterna är tämligen rudimentära och tillsynes felplacerade i framställningen. Vad som ändå kan utläsas är att vad gäller tilldelningens storlek och styrelseledamöters deltagande skall samma principer gälla som för teckningsoptionsprogram, varför hänvisning kan ske till detta avsnitt. Se nedan 4.2.1.

¹³⁰ Rättsläget rörande förvärv av egna aktier är idag i stor utsträckning påverkad av EG:s andra bolagsdirektiv (Direktiv 77/91/EEG).

¹³¹ Se SOU 1997:22 s. 251 och allmänt om greenmail Borg m.fl. s. 27 f.

¹³² Se Rodhe s. 101.

Denna tvingande bestämmelse som återfinns i 7 kap. 8 § ABL kan tänkas förorsaka problem i de fall som ett bolag utfärdar ett köptionsprogram utan att dessförinnan återköpa nödvändigt antal aktier. Om bolaget under sådana förhållanden skulle finnas sakna full täckning för det bundna egna kapitalet, i samband med att optionsinnehavarna påkallar lösen, skulle bolaget vara förhindrat att uppfylla sina avtalsmässiga åtaganden gentemot optionsinnehavarna.¹³³ Att trots förekomsten av borgenärsskyddsregeln företa, de för optionsavtalets uppfyllande, nödvändiga återköpen torde nämligen inte komma i fråga. I dylika situationer får det obligationsrättsliga förhållandet vika för tvingande associationsrättsliga bestämmelser. Vad som återstår för optionsinnehavarna är att på annat sätt påfordra kompensation, eventuellt via en skadeståndstalan.

Förekomsten av problemet blottlägger avsaknaden av regelteknisk samordning vad gäller utfärdande respektive genomförande av ett köptionsprogram.¹³⁴

Ett aktiebolag får inte heller förvärva egna aktier i en sådan utsträckning att det sammanlagda innehavet av egna aktier överstiger tio procent av samtliga aktier i bolaget. Hur stor röstandel aktierna i fråga representerar saknar däremot betydelse.

Beslut om förvärv av egna aktier skall fattas av bolagsstämman eller, efter stämmans bemyndigande, av styrelsen. Det vanligaste förfarandesättet torde vara att bolagsstämman bemyndigar styrelsen att fatta beslutet, då därigenom flexibiliteten i förhållande till marknaden ökar avsevärt.¹³⁵ Stämmans beslut är giltigt om det biträts av 2/3 av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Givetvis måste även den aktiebolagsrättsliga generalklausulen beaktas vid beslutsfattandet, så att inte vissa aktieägare gynnas otillbörligt på bolagets eller andra aktieägars bekostnad.¹³⁶

Utöver bestämmelserna i ABL har aktiemarknadsbolagen också att följa de tämligen detaljerade föreskrifter som finns i NBK:s rekommendation rörande köp och försäljning av egna aktier, av vilka endast några huvudpunkter kan anges här.¹³⁷

¹³³ Den invändningen skulle kunna göras att optionerna inte torde betinga något värde om det utfärdande bolagets finansiella ställning är så dålig att det inte finns något fritt eget kapital tillgängligt, varför inte heller någon lösen skulle påkallas. Ett bolags aktier kan emellertid, trots en dålig ekonomi, värderas högt med anledning av det förväntansvärde som marknaden åsätter aktien. Under sådana omständigheter kan således problematiken bli högst relevant.

¹³⁴ Se vidare nedan under 3.4.

¹³⁵ Jmf Skog i Balans 12/99 s. 16 f.

¹³⁶ Jmf också vad som sägs nedan under 3.3.2 vad gäller bristen på lagteknisk samordning mellan beslutet att utfärda ett köptionsprogram och de övriga beslut som enligt ABL måste till för att genomföra programmet. Om inte de egna aktierna återköps vid tiden för utfärdandet kan tänkas att en beslutskonflikt uppkommer när beslut om återköp skall tas.

¹³⁷ Se vidare NBK (00-03-01), Rekommendation rörande köp och försäljning av egna aktier.

Enligt rekommendationen skall bolaget, när ett beslut om att köpa eller sälja egna aktier har fattas, omedelbart offentliggöra beslutet. Uppgifterna skall lämnas genom ett pressmeddelande riktat dels till den marknadsplats där aktierna är noterade, dels till en etablerad nyhetsbyrå och tre rikstäckande dagstidningar. Det är nämligen ansetts vara av största vikt att information sprids till aktiemarknaden omedelbart efter det att bolaget beslutat om köp eller försäljning av egna aktier. Bolaget skall vidare till börsen eller marknadsplatsen anmäla de förvärv och överlåtelser som ägt rum avseende egna aktier så snart det kan ske och senast före börsens eller marknadsplatsens öppnande den börsdag som följer närmast efter köpet eller försäljningen. Uppgift om köp och försäljningar av egna aktier skall även lämnas i bokslutskommuniké och i delårsrapport från bolaget.

Rekommendationen innehåller vidare handelsregler som bl.a. innehåller reglering vad avser lämnandet av mäklaruppdrag för att ombesörja återköpen, begränsningar vad avser handeln med egna aktier, dels relaterat till dagsomsättningen på aktien, dels i förhållande till offentliggörandet av bolagets års- och delårsbokslut.

När återköpet sker genom ett offentligt förvärvserbjudande har aktiebolaget dessutom att iakttaga prospektreglerna i 2 kap. 1 och 3 §§ lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. Rekommendationen detaljreglerar vad ett sådant upprättat prospekt skall innehålla för uppgifter.

Avslutningsvis skall sägas att insiderlagen (1990:1342) är tillämplig på aktiebolags förvärv av egna aktier. I 4 § insiderlagen förbjuds insiderhandel, med vilket åsyftas att personer med tillgång till kurspåverkande information inte får köpa eller sälja sådana fondpapper som kan beröras av informationen innan informationen har blivit allmänt känd eller har upphört att ha betydelse för kursstämningen. Förbudet gäller oavsett om köpet sker för egen eller annans, exempelvis ett bolags, räkning. Ett aktiebolag kan således vara förhindrat att handla med den egna aktien bl.a. med anledning av en nära förestående delårsrapport.¹³⁸

3.3.2 Regleringen vid ett aktiebolags överlåtelse av återköpta aktier

Så länge förvärv av egna aktier har skett i överensstämmelse med ABL kan de återköpta aktierna behållas av aktiebolaget under obegränsad tid. Under en sådan innehavstid får inte aktiebolaget utöva någon rösträtt för aktierna. Vidare skall inte bolagets aktieinnehav medräknas när det för giltigt beslut eller för utövande av befogenheter föreskrivs samtycke av ägare till viss andel av aktierna i bolaget. Denna s.k. reduktionsregel får betydelse vid tillämpningen av en rad bestämmelser i ABL.¹³⁹ De återköpta aktierna

¹³⁸ Se vidare Skog i Balans 12/99 s. 19. Här behandlas den situationen att ett aktiebolag kan vara förhindrat att handla i den egna aktien av just den anledningen att ett beslut om återköp av aktier tagits. Ett sådant förbud gäller givetvis endast så länge som beslutet om återköp inte offentliggjorts.

¹³⁹ Se vidare Rodhe s. 102 f.

medför av lätt insedda skäl inte heller någon rätt till vinstutdelning. En rättighet av dylikt slag skulle i praktiken endast innebära en rundgång av pengar. Inte heller ger innehav av egna aktier någon företrädesrätt till nya aktier vid en nyemission.

När bolaget inte vill behålla de egna aktierna längre finns i huvudsak två alternativ att tillgå. Det ena är nedsättning av aktiekapitalet varvid indragning av de återköpta aktierna skall ske. Här har man att följa de vanliga reglerna om nedsättning av aktiekapital i 6 kap. ABL. Det andra alternativet till att behålla aktierna är att bolaget överlåter dem till någon annan. Det är egentligen först i detta sammanhang som reglerna om förvärv av egna aktier får en direkt koppling till ett utfärdat köptionsprogram. Begär optionsinnehavarna lösen måste nämligen en överlåtelse av de egna aktierna ske.

En sådan överlåtelse kan närmast liknas vid en nyemission, där den avgörande skillnaden i det här fallet är att de aktuella aktierna redan existerar. Beslut om överlåtelse skall av denna anledning i princip fattas enligt samma regler som gäller vid nyemission och således normalt sett med iakttagande av aktieägarnas företrädesrätt. Företrädesrätten avser här rätten till att förvärva de återköpta aktierna.¹⁴⁰ Vid överlåtelse till följd av ett köptionsprogram måste således beslut tas om avvikelser från företrädesrätten.

Även prospektreglerna i 4 kap. ABL kan komma att aktualiseras. Så blir fallet om försäljningserbjudandet med anledning av köptionsprogrammet riktar sig till en ”vidare krets”.¹⁴¹

När ett aktiebolag avyttrar de återköpta aktierna skall detta enligt huvudregeln göras på den börs eller marknadsplats där bolagets aktier är noterade. Ett sådant beslut om överlåtelse skall fattas av bolagsstämman eller, med stöd av stämmans bemyndigande, av styrelsen. Beslutet är endast giltigt om det biträtts av aktieägare med minst 2/3 av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Anledningen härtill är att en försäljning av aktierna på aktiemarknaden med nödvändighet kommer att innebära ett åsidosättande av aktieägarnas företrädesrätt. Förfarandet att överlåta de återköpta aktierna via börsen kan emellertid inte begagnas vid genomförandet av ett köptionsprogram.

Aktierna kan dock överlåtas på andra sätt än via aktiemarknaden. Så blir fallet om de återköpta aktierna exempelvis skall användas som likvid vid ett företagsuppköp eller för att uppfylla åtaganden enligt ett utfärdat incitamentsprogram.

Vid överlåtelser som inte sker via aktiemarknaden skall i stort de regler följas som gäller vid nyemission enligt 4 kap. ABL. Detta innebär bl.a. att

¹⁴⁰ Se Skog i Balans 12/99 s. 17.

¹⁴¹ Något prospektkrav enligt lagen om handel med finansiella instrument uppkommer dock inte när erbjudandet riktar sig till de anställda, eftersom erbjudandet då inte anses ske till en ”öppen krets”. Se Skog i Balans 12/99 s. 18. Det kan *de lege ferenda* överhuvud tyckas onödigt med prospektkrav när köptionsavtalet redan tidigare ingåtts mellan parterna.

om aktierna skall överlåtas till aktieägarna med företrädesrätt så kan beslutet om överlåtelsen fattas av bolagsstämman med enkel majoritet. Om aktierna däremot skall användas exempelvis som betalning vid ett företagsförvärv så är det att jämföra med en emission med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, vilket medför att det för giltigt beslut krävs kvalificerad stämmomajoritet. I de fall överlåtelsen inte skall ske över aktiemarknaden kan emellertid också styrelsen ta beslutet om överlåtelsen under förutsättning av stämmans godkännande i efterhand.¹⁴²

När överlåtelsen av de egna aktierna sker för att uppfylla åtaganden enligt ett tidigare utfärdat köptionsprogram till de anställda räcker det emellertid inte med vanlig kvalificerad majoritet för att överlåtelsen skall vara giltig. Av 7 kap. 21 § ABL framgår nämligen att Leo-lagens regler blir tillämpliga i en sådan situation. Beslutet om överlåtelsen måste således fattas med iakttagande av ett majoritetskrav på 9/10 av såväl de angivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Denna omständighet medför en del problem av regelteknisk natur som i det följande skall bli föremål för en något utförligare behandling.

Inledningsvis kan sägas att problemet bottnar i att lagstiftningen inte tillhandahåller någon möjlighet för en bolagsstämman att samordna beslutet om att utfärda ett köptionsprogram med det senare beslutet om att överlåta aktierna till optionsinnehavarna. I så måtto är problemet av generell beskaffenhet och aktualiseras även när optionerna innehas av någon annan än de i Leo-lagen relevanta personkategorierna. Leo-lagens stränga beslutsformer accentuerar dock problematiken avsevärt.

I de fall som redan själva utfärdandet av köptionsprogrammet har beslutats med beaktande av Leo-lagens beslutskrav kan ifrågasättas om bolagsstämman verkligen återigen skall behöva ta ställning till överlåtelsen. Uttalanden i doktrin och av AmN ger i vart fall att ett sådant krav inte synes uppställas i de fall det är en tredje part som står som utfärdare av köptionsprogrammet och detta beslut har fattats med s.k. Leo-majoritet.¹⁴³ Den enda skillnaden situationerna emellan är att det i det här behandlade fallet är arbetsgivarbolaget självt som står som utfärdare av köptionerna. I alla relevanta avseenden måste dock situationerna bedömas som likvärdiga varför slutsatsen synes vara Leo-lagen inte återigen torde behöva beaktas. I praktiken är det också så, vilket påpekats ovan, att i de fall Leo-lagen kan komma att aktualiseras bör Leo-lagens krav beaktas redan vid beslut om köptionsprogram då annars rättigheterna enligt programmet skulle vara osäkra tills bolagsstämman tagit ställning i frågan.

Ändamålsskäl talar således närmast för att beslutet om överlåtelsen i dylika situationer överhuvud inte skall behöva hänskjutas till bolagsstämman för

¹⁴² Se Skog i Balans 12/99 s. 17.

¹⁴³ Se ovan 3.2.1.

avgörande då stämman får sägas redan ha tagit ställning till överlåtelsen vid godkännandet av köptionsprogrammet.

I detta sammanhang förtjänar att påpekas den omständigheten att Leo-lagens majoritetskrav inte skall beaktas vid sådan nyemittering av aktier som sker för att infria bolagets utfästelser enligt konvertibla skuldebrev eller teckningsoptioner. Anledningen härtill är just de ovan angivna ändamålsskäl.¹⁴⁴

Man får emellertid inte förglömma att den här förespråkade lösningen inte har något direkt stöd vare sig i lagtext eller i förarbeten. Samma kan för övrigt sägas vad gäller uppfattningen att Leo-lagen inte återigen skall behöva beaktas vid uppfyllande av köptionsprogram där tredje part är utställare. AmN uttalanden i denna del kan också i viss mån vara hänförliga till att nämnden uttalar sig om god sed på aktiemarknaden i situationer där Leo-lagen endast är analogt tillämplig.¹⁴⁵ Det är således endast genom en tämligen fri teleologisk lagtolkning som ovanstående lösning kan komma ifråga.

Problemet kan tyckas blott medföra en något mer tungrodd beslutsadministration och skulle därmed tillika främst vara av akademisk natur. Riktigt så är emellertid inte fallet. Situationer skulle kunna tänkas uppkomma som ställer problemet på sin spets.

Om man menar att beslutet om aktieöverlåtelsen för att äga giltighet återigen skall hänskjutas till bolagsstämman, oavsett att Leo-lagens beslutskrav beaktats vid utfärdandet av köptionsprogrammet, måste man nämligen samtidigt beakta risken att de stränga majoritetskrav som Leo-lagen uppställer inte längre kan uppnås på stämman. Så skulle kunna vara fallet exempelvis till följd av inträffade ägarförändringar under optionernas löptid. De nya ägarna ser en chans att undslippa en försäljning av de återköpta aktierna till priser som med anledning av en kursökning är långt under marknadsvärdet. Det kan till och med tänkas att arbetsgivarbolaget även utan ägarförändringar har ändrat inställning i frågan och under inflytande av ett starkt opinionstryck beslutar sig för att på detta sätt tillmötesgå allmänhetens krav på åtgärder i förhållande till orimligt höga löneförmåner. Tidigare utfärdade köptioner kan då inte utnyttjas av de anställda optionsinnehavarna. Visserligen gör arbetsgivarbolaget sig skyldigt till ett avtalsbrott gentemot optionsinnehavarna om inte köptionsprogrammet fullföljs. Denna omständighet förtar dock inte de bolagsrättsliga beslutsreglerna och optionsinnehavarna har endast att försöka bli kompenserade i en eventuell skadeståndsprocess. Ett sådant skadeståndsanspråk kan därtill komma att betinga ett tämligen ringa värde om arbetsgivarbolaget skulle befinnas vara insolvent. Hur en sådan process i övrigt skulle te sig och det troliga utfallet, med beaktande av den regeltekniska svårighetsgraden, faller utanför föreliggande arbetes ramar.

¹⁴⁴ Se 4 § 2 st. Leo-lagen och Prop. 1986/87:76 s. 35.

¹⁴⁵ Det enda uttalande från AmN som direkt är relaterat till Leo-lagens regler i förhållande till köptionsprogram baserade på återköpta aktier säger endast det självklara att Leo-lagen är tillämplig i dylika fall. Se AmN 2002:1.

Enbart risken för att dylika situationer skall uppkomma måste emellertid anses otillfredsställande.

Möjligtvis skulle man kunna hävda att problemet har blivit löst i lagstiftningen genom att ABL tillåter att beslut om överlåtelse av återköpta aktier fattas av styrelsen efter bemyndigande av bolagsstämman. Ett beslut på bolagsstämma att utfärda ett köptionsprogram skulle därmed kunna förenas med ett sådant bemyndigande. Utfärdandet av ett köptionsprogram kan rent av i sig självt anses vara just ett bemyndigande av detta slag.

En sådan ståndpunkt möter dock vissa invändningar. För det första så kan ett bemyndigande enligt ABL längst vara giltigt intill nästkommande ordinarie bolagsstämma. Då köptionsprogram regelmässigt avser en längre tidsperiod än så infinner sig redan av denna anledning uppenbara problem. Vidare så återfinns möjligheten att bemyndiga styrelsen endast i förhållande till tillämpningen av reglerna om nyemission i 4 kap. ABL och inte i förhållande till Leo-lagens regelverk. Det är således högst tveksamt om en bolagsstämma kan bemyndiga styrelsen att ta beslut om överlåtelser som omfattas av Leo-lagen.¹⁴⁶ Även denna omständighet innebär ett problem i detta avseende.

Det förefaller således som lagstiftningen i denna del inte tillhandahåller en ändamålsenlig reglering. Starka skäl talar emellertid för att beslut om utfärdande av ett köptionsprogram, baserat på återköpta aktier och riktat till anställda i arbetsgivarbolaget, som fattas med iakttagande av Leo-majoritet också skall anses omfatta den senare aktieöverlåtelser till följd av programmet.

3.4 Analys av den rättsliga regleringen kring köptionsprogram

Även om köptionsprogram där en tredje part fungerar som optionsutställare har varit en vanligt förekommande kompensationsform inom näringslivet är det troligen ändå så att den främst har använts i avsaknad av något bättre. Det är nämligen tydligt att konstruktionen medför vissa nackdelar jämfört med om arbetsgivarbolaget själv skulle stå som utfärdare. En av de komponenter som saknas är den omedelbara närheten mellan optionsutfärdare och optionsförvärvare. Ett sådant förhållande kännetecknar nämligen ett ändamålsenligt incitamentsprogram och underlättar uppföljning, revidering och sammanvägning av utgivna förmåner.¹⁴⁷ Som framgått ovan tenderar det dessutom att tillkomma

¹⁴⁶ Se Prop. 1999/2000:34 s. 132 och ovan 2.5.1, där den restriktiva tolkningen av möjligheten till styrelsebemyndigande diskuteras.

¹⁴⁷ Jmf Samuelsson i JT s. 481.

tillsynes onödiga lojalitets- och minoritetsskyddsproblem, ibland av tämligen svårlöst slag.¹⁴⁸

Möjligheten till återköp av egna aktier måste med beaktande av ovanstående anses utgöra en förbättring av möjligheterna för aktiebolag att använda sig av köptionsprogram som incitamentsform. Fortfarande kvarstår dock en del frågetecken kring den befintliga regleringen.

Härvidlag är först att märka att möjligheten till återköp av aktier endast står öppen för marknadsnoterade bolag. Behovet av att kunna utfärda incitamentsprogram baserat på egna återköpta aktier görs sig emellertid även gällande hos övriga bolag. Det tycks inte heller finnas några egentliga skäl emot att ge även övriga bolag en rätt till återköp av egna aktier. Aktiebolagskommitténs ursprungliga förslag innebar också att samtliga aktiebolag skulle ges en sådan rätt.¹⁴⁹ Anledningen till att förslaget inte i sin helhet blev föremål för lagstiftning står att finna i de särskilda regler som gäller för beskattning av aktieägare i fåmansföretag. Regeringen ansåg att de s.k. 3:12-reglernas koppling till den skattemässiga behandlingen av förvärv av egna aktier behövde ses över innan någon förändrad lagstiftning kunde bli aktuell.¹⁵⁰ I detta avseende kvarstår således enbart att hoppas och vänta.

Det finns dock en långt märkligare omständighet att beakta vad gäller tillkomsten av möjligheten till återköp av egna aktier. Inte någonstans i de relevanta förarbetena nämns som ett motiv till de nya reglerna att återköpta aktier kan användas för att genomföra köptionsprogram till de anställda.¹⁵¹ Detta gäller både Aktiebolagskommitténs och regeringens förslag. De argument som framfördes kan i huvudsak sägas vara följande:

- Möjligheten till återköp av egna aktier förbättrar företagets förutsättningar att föra tillbaka överskottsmedel till aktieägarna.
- Återköp av egna aktier möjliggör en bättre anpassning till aktieägarnas preferenser än vad enbart sedvanlig vinstutdelning gör.
- Återköpta egna aktier är ett smidigt betalningsmedel vid förvärv av andra företag och annan egendom.¹⁵²

¹⁴⁸ Se för en kritisk analys av köptionsprogram med tredje part som utställare Samuelsson i JT. Artikeln utmynnar i ståndpunkten att lagstiftaren bör eliminera behovet av sådana program genom att möjliggöra för varje aktiebolag att tillskapa sina egna aktierelaterade incitamentsprogram, exempelvis genom att tillåta återköp av egna aktier och utfärdandet av fristående teckningsoptioner. Numera finns möjlighet att återköpa egna aktier samt ett förslag till att tillåta fristående teckningsoptioner, varför Samuelssons i och för sig föga kontroversiella förslag får anses ha varit välgrundade.

¹⁴⁹ Se SOU 1997:22 s. 247 ff.

¹⁵⁰ Se Prop. 1999/2000:34 s. 54.

¹⁵¹ Detta har även uppmärksammats av Andersson, Bratteberg s. 74. Författarna stannar emellertid där och diskuterar inte frågan vidare.

¹⁵² Se Prop. 1999/2000:34 s. 55 ff. och SOU 1997:22 s. 247 ff. Vad gäller småföretag tillkommer dessutom argumenten att underlätta ägarskiften och riskkapitalförsörjningen. Argument som framfördes men förkastades var möjligheten att påverka sin egen aktiekurs samt möjligheten att avvärja oönskade uppköp eller kontrollägarskiften.

Dessa argument är givetvis högst relevanta men de förklarar inte avsaknaden i förarbetena av en diskussion kring incitamentsprogram. Att de återköpta aktierna skulle komma att användas just i ett sådant syfte måste, med beaktande av den rådande rättsvetenskapliga debatten och den redan utbredda användningen av köptionsprogram, ha varit känt för Aktiebolagskommittén.¹⁵³

Frågan är då hur Aktiebolagskommitténs utelämnade i denna del skall förstås¹⁵⁴, samt om det till och med kan vara så att det medför konsekvenser för genomförandet av köptionsprogram baserade på återköpta aktier. Så skulle kunna tänkas vara fallet om utelämnandet av en diskussion kring incitamentsprogram som förvärvsmotiv även inneburit att lagstiftningen inte anpassats för ett sådant utnyttjande.

Ovan har redogjorts för den tillämpningsproblematik och de beslutskonflikter som kan uppstå, dels när ett köptionsprogram utfärdas innan nödvändiga aktieåterköp har gjorts, dels vid samordningen av beslutet att utfärda ett köptionsprogram och beslutet att överlåta aktierna till optionsinnehavarna.¹⁵⁵ Det kan inte uteslutas att dessa problem är en följd av avsaknaden av en analys kring utnyttjandet av återköpta aktier för att genomföra köptionsprogram.

Man skall därjämte beakta att i ett flertal andra länders lagstiftning så tillåts förvärv av egna aktier just i syfte att erbjuda aktierna till bolagets anställda.¹⁵⁶ Det är till och med så att det av EG:s andra bolagsdirektiv framgår att beslut om förvärv av egna aktier som skall ske i syfte att sprida aktierna till bolagets anställda inte behöver fattas genom beslut på bolagsstämma.¹⁵⁷

Ovanstående föranleder två slutsatser. För det första borde syftet att erbjuda de återköpta aktierna till bolagets anställda ha berörts i lagstiftningsarbetet. Att så inte har skett måste betecknas som en brist.

För det andra kan ifrågasättas om inte återköp av aktier i syfte att erbjuda dem till bolagets anställda borde bli föremål för en särskild reglering.

¹⁵³ Se särskilt Skog i JT s. 768 f. där förvärv av egna aktier i syfte att överlåta dem till anställda i företaget omnämns som ett förvärvsmotiv. Då Skog fungerat som sekreterare i Aktiebolagskommittén och därtill får anses ha haft ett stort inflytande över kommitténs arbete framstår avsaknaden av en diskussion kring incitamentsprogram som än märkligare.

¹⁵⁴ För att besvara frågan varför inte en diskussion kring incitamentsprogram förts i förarbetena nödgas man tillgripa spekulation, vilket kanske inte alltid är så lämpligt. Närmast tillhands står dock att Aktiebolagskommittén helt enkelt funnit utfärdandet av köptionsprogram som ett i sammanhanget försumbart förvärvsmotiv. Alternativt skall utelämnandet förstås som ett indirekt ställningstagande emot att använda återköpta aktier för att utfärda köptionsprogram. Ingen av de anförda förklaringarna framstår emellertid som särskilt trolig. Möjligtvis står förklaringen istället att finna i att ämnet upplevs som politiskt känsligt.

¹⁵⁵ Se ovan 3.3.1 och 3.3.2.

¹⁵⁶ Så är fallet i exempelvis Tyskland, Frankrike och Belgien. För en sammanställning se Skog i JT s. 752 ff.

¹⁵⁷ Se artikel 19 Direktiv 77/91/EEG.

Härvidlag är särskilt att anmärka att Leo-lagens stränga majoritetskrav vad avser överlåtelser av aktier till bolagets anställda i viss mån får sägas stå i kontrast till EG-rättens mer liberala attityd gentemot återköp ägnade just för anställda i bolaget.¹⁵⁸

En mer ändamålsenlig reglering i detta avseende borde först och främst innefatta möjligheten att på en och samma bolagsstämma kunna fatta ett giltigt beslut om dels utgivande av köptionsprogram, dels den senare aktieöverlåtelser till följd av köptionsprogrammet.¹⁵⁹

Vidare kan tyckas att lagstiftningen skall innehålla ett förbud mot att bolag utfärdar köptionsprogram avseende egna aktier utan att dessförinnan säkrat själva återköpen av aktierna, eller i vart fall att ett utfärdande inte får ske om bolagets finansiella ställning inte är i sin ordning. Förekomsten av sådana bestämmelser förefaller naturlig när regelverket analyseras med utgångspunkten att regleringen kommer att aktualiseras vid genomförande av köptionsprogram.

Utöver detta kan tänkas att beslutskraven både vad gäller själva återköpen av aktierna och vad gäller överlåtelser av aktierna skall mildras. Förslagsvis på så sätt att beslut om återköp av aktier i syfte att erbjuda dem till bolagets anställda skall kunna fattas av styrelsen, samt att det inte skall krävas Leo-majoritet vid den senare överlåtelser. Skyddet för minoritetsaktieägarna mot otillbörliga beslut skall istället tillgodoses genom den aktiebolagsrättsliga generalklausulen. Möjlighet torde också finnas att diversifiera regleringen på så sätt att olika regler skall gälla beroende på vilken personkategori som köptionsprogrammet avser. Det kan nämligen finnas skäl att bevara en mer strikt hållning i vissa fall, exempelvis i förhållande till ledande befattningshavare.

Inställningen i denna fråga bottnar tillsynes i om man anser att köptionsprogram har en funktion att spela inom näringslivet. Om man besvarar detta jakande och tillräckliga garantier kan uppställas mot missbruk borde lagstiftarens utgångspunkt vara att i möjligaste mån underlätta användandet av köptionsprogram. Det kan ifrågasättas om allt som kan göras har gjorts i detta avseende. Om man däremot besvarar frågan nekande och till och med anser att förekomsten av köptionsprogram är skadligt borde utgångspunkten för lagstiftaren istället vara ett förbud. Som det är nu tages inte ställning vare sig för eller emot och både förarbeten och lagstiftning präglas i detta avseende av en stor tystnad.

¹⁵⁸ Sverige är vidare tämligen ensamt i Europa med en lagstiftning med Leo-lagens innehåll. Se SOU 1997:22 s. 219.

¹⁵⁹ Som redogjorts för ovan under 3.3.2 är det möjligt att redan gällande rätt skall tolkas som innehållande en sådan möjlighet. Även om så är fallet måste en uttrycklig lagreglering vara att föredra.

4 Teckningsoptioner

4.1 Allmänt om teckningsoptionsprogram

Ett av de vanligaste aktierelaterade incitamentsprogrammen idag utgörs av teckningsoptioner.¹⁶⁰ För optionsinnehavaren framstår en teckningsoption mest som en vanlig köption. Den avgörande skillnaden mellan de två optionsformerna är att en köption avser redan befintliga aktier medan en teckningsoption avser ännu ej utfärdade aktier. Denna skillnad är emellertid av tämligen liten betydelse för optionsinnehavaren. I båda fallen erlägger optionsinnehavaren normalt en optionspremie och i båda fallen kommer ett utnyttjande av optionsrättigheten leda till ett aktieinnehav.

För det utfärdande aktiebolaget är skillnaden däremot av central betydelse. Eftersom teckningsoptionen avser ännu ej utfärdade aktier måste det ske en nyemission av aktier när optionsinnehavarna påkallar lösen enligt optionsavtalet. Av naturliga skäl är det också därför endast det aktiebolag vars aktier teckningsoptionen avser som kan emittera sagda teckningsoptioner. Utgivandet av teckningsoptioner regleras civilrättsligt av bestämmelserna i ABL, varför man talar om en emission också avseende själva utfärdandet av teckningsoptionerna. Det är i själva verket så att i fallet med teckningsoptioner skall de regler som omgärdar en nyemission av aktier iakttagas redan vid utfärdandet av teckningsoptionerna och reglerna behöver därmed inte återigen beaktas vid den nyemission av aktier som eventuellt blir följden av den tidigare emissionen av teckningsoptioner. Dessa regler skall bli föremål för närmare behandling nedan.

Teckningsoptionen ger sålunda optionsinnehavaren en rätt men inte en skyldighet att inom en i förväg bestämd tidsperiod (löptid) teckna nyemitterade aktier till en i förväg bestämd teckningskurs. Det optionsutfärdande aktiebolaget har således att nyemittera aktier om optionsinnehavaren kräver detta.¹⁶¹

Det arbetsgivarbolag som vill använda sig av teckningsoptioner som incitamentsprogram för sina anställda varken kan eller behöver således anlita en tredje part vad gäller själva utfärdandet av teckningsoptionerna eller för den delen vid den efterföljande nyemissionen av aktierna. Det kan emellertid ändå bli aktuellt att ta hjälp av ett närstående rättssubjekt, oftast ett dotterbolag till arbetsgivarbolaget, vad avser det fullständiga genomförandet av teckningsoptionsprogrammet.

ABL tillåter nämligen ännu inte att ett aktiebolag emitterar fristående optionsrättigheter, utan teckningsoptionerna måste vara förenade med ett skuldebrev, varför man ofta benämner emissioner av dylikt slag för

¹⁶⁰ Teckningsoptionsprogram återfanns i mars 2001 i ungefärligen 150-200 svenska börsbolag, vilket därmed gör teckningsoptionsprogram till de vanligaste aktierelaterade incitamentsprogrammen bland svenska börsbolag. Se Skog i Balans 4/2001 s. 28.

¹⁶¹ Jmf Andersson, Bratteberg s. 16.

optionslån. Lagen uttrycker det så att emissionen avser skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Efter genomförd emission kan dock optionsrättigheten avskiljas från skuldebrevet och senare överlåtas samt utnyttjas fritt, utan någon vidare koppling till skuldebrevet. Det uppställs inte heller något krav på att lånebeloppet enligt skuldebrevet skall förhålla sig på något visst sätt till det vederlag som skall erläggas i samband med nyteckningen av aktier, vilket innebär att mycket låga lånebelopp kan kombineras med en rätt att teckna aktier för ett betydligt större vederlag. Det finns anledning att återkomma till dessa förhållanden i samband med en diskussion kring framtida reglering på området.

Själva skuldebrevet är främst ett hinder i fråga om att använda sig av teckningsoptioner som en form av incitament. Tanken från arbetsgivarbolagets sida är ju inte att låna från de anställda utan istället att skapa en gynnsam incitamentsstruktur. Skuldebrevet ges sålunda ut endast för att ABL kräver detta.

Det vanliga förfarandet är att skuldebrevet åsätts ett lågt nominellt belopp som sedan återbetalas i nära anslutning till emissionen efter det att optionsrättigheterna avskiljts. Det är naturligtvis möjligt att rikta emissionen direkt till de berörda anställda och sedan låta dessa på egen hand ombesörja avskiljandet av optionsrättigheterna och lånetransaktionen. Ett sådant förfarandesätt förekommer också i praktiken. Det kan dock inte förnekas att det medför en del administrativa problem för de berörda anställda.

I de fall som arbetsgivarbolaget har ett dotterbolag brukar därför den s.k. dotterbolagslösningen istället användas. En sådan konstruktion innehar också andra fördelar som annars inte kan uppnås.

Dotterbolagslösningen innebär att arbetsgivarbolaget emitterar teckningsoptionerna med medföljande skuldebrev, inte direkt till de anställda, utan till dotterbolaget.¹⁶² Istället anges i villkoren för emissionen att dotterbolaget skall avskilja teckningsoptionerna från skuldebreven och därefter överlåta dem till de anställda i arbetsgivarbolaget. Det är således också till dotterbolaget som arbetsgivarbolaget skall återbetala lånet efter ett sådant avskiljande. Dotterbolagets roll är med denna lösning främst att underlätta för de berörda anställda att delta i incitamentsprogrammen.

Lösningen möjliggör emellertid också för arbetsgivarbolaget att hos dotterbolaget skapa ett lager av teckningsoptioner att använda vid framtida teckningsoptionsprogram, exempelvis vid nyrekrytering, utan att då återigen behöva beakta ABL:s något omständliga regler.¹⁶³

Förfarandesättet enligt dotterbolagslösningen kan åskådliggöras enligt följande.¹⁶⁴

¹⁶² Härvid är att uppmärksamma att ett dotterbolag enligt 7 kap. 23 § ABL inte får förvärva aktier i moderbolaget. Detta hindrar emellertid inte ett dotterbolag från att förvärva och inneha teckningsoptioner och konvertibla skuldebrev avseende moderbolaget så länge inte dotterbolaget själv tänkt sig att utnyttja rättigheterna. Det förekommer till och med att dotterbolag ställer ut köpoptioner på exempelvis konvertibla skuldebrev utgivna av moderbolaget.

¹⁶³ Se angående dotterbolagslösningen Andersson, Bratteberg s. 18 ff.

¹⁶⁴ Jmf Andersson, Bratteberg s. 20.

- Arbetsgivarbolaget tar beslut om en emission av teckningsoptioner riktad till dotterbolaget. I beslutet anges vilka villkor som skall gälla för emissionen. Dotterbolaget erlägger en emissionslikvid (lånebeloppet och eventuell betalning för optionsrättigheterna) till arbetsgivarbolaget.
- Dotterbolaget avskiljer teckningsoptionerna från skuldebrevet och återfår därefter lånebeloppet från arbetsgivarbolaget. Skuldebrevet blir i och med detta inlöst och har ingen ytterligare funktion.
- Dotterbolaget överlåter teckningsoptionerna till de berörda anställda. De anställda erlägger betalning till dotterbolaget som motsvarar vad dotterbolaget erlagt till arbetsgivarbolaget som betalning för optionsrättigheterna.
- Optionsinnehavarna begär lösen av sina teckningsoptioner och erlägger den i optionsvillkoren fastslagna teckningskursen för nyemitterade aktier till arbetsgivarbolaget.
- Optionsinnehavarna tilldelas sina aktier när arbetsgivarbolaget fått nyemissionen av aktierna och förändringen av aktiekapitalet registrerat hos PRV.

Teckningsoptioner är en utmärkt form av incitamentsprogram i alla typer av aktiebolag om syftet är att de anställda skall bli varaktiga delägare i arbetsgivarbolaget. Är syftet snarare att de anställda skall kunna realisera en eventuell uppkommen vinst på de nyemitterade aktierna är det viktigt att det finns en möjlighet till avsättning för aktierna på marknaden (exit). Under sådana förhållanden gör sig teckningsoptionsprogram bäst i marknadsnoterade aktiebolag eller i bolag som planerar en börsintroduktion.¹⁶⁵

Vid utfärdandet av teckningsoptionsprogram måste arbetsgivarbolaget emellertid också betänka de negativa konsekvenser som en emission av teckningsoptioner kan innebära. Vid inlösen av teckningsoptioner så kommer de nuvarande aktieägarna obönhörligen att drabbas av en utspädningseffekt på sitt aktieinnehav. Beroende på hur bolagets ägarstruktur ser ut kan detta vara en fråga av så avgörande betydelse att en annan form av incitamentsprogram bör väljas.¹⁶⁶

Begreppet utspädning kan ha olika betydelser och olika överväganden kan göra sig gällande beroende på vilken betydelse som åsyftas.¹⁶⁷ Avser man med utspädning en förändring i fråga om värdet på befintliga ägares aktier avgörs utspädningsgraden av storleken på emissionen och eventuell skillnad mellan den fastslagna teckningskursen och aktiekursen. Ju fler

¹⁶⁵ Se Andersson, Bratteberg s. 22 ff. Samma överväganden gör sig också gällande vid utfärdande av köptionsprogram.

¹⁶⁶ De synnerligen märkbara utspädningseffekter som blivit en följd av de många teckningsoptionsprogrammen i IT-bolag har i vissa fall försökts ”mörkas” av bolagsledningen genom dålig informationsgivning i bl.a. årsredovisningen. Se angående detta DI 2000-03-20.

¹⁶⁷ Se AmN 2002:1.

teckningsoptioner som emitteras och ju lägre teckningskursen är i förhållande till aktiekursen desto större blir utspädningen i denna mening. Med utspädning kan man emellertid också mena den procentuella ökning av antalet aktier som emissionen i fråga kan komma att leda till, med eventuella maktförskjutningar och förluster av minoritetsrättigheter som följd. I denna tappning har inte teckningskursen någon omedelbar betydelse för graden av utspädning. En annan sak är att en sådan uppgift kan ge underlag för att beräkna utspädningen av aktieägarnas andelar i bolagets resultat.

Utfärdandet av ett teckningsoptionsprogram medför också vissa problem med anledning av den mellanställning som teckningsoptioner (och konvertibla skuldebrev) intar i förhållande till sedvanlig långivning och aktieäggande. Dessa problem är måhända inte lika tydliga när teckningsoptioner används som medel för ett incitamentsprogram men förtjänar ändå ett kort omnämnande.

Liksom köparen av en aktie förväntar sig en förvärvare av en teckningsoption att bolagets ledning har en vilja att driva en framgångsrik verksamhet. Till skillnad från aktieägaren har emellertid optionsinnehavaren under löptiden inte någon möjlighet att genom rösträtt på bolagsstämman påverka bolagsledningens handlande. Skulle det inträffa att det utfärdande bolaget blir uppköpt av ett annat aktiebolag finns ingen garanti för att det nya moderbolaget avser att utveckla verksamheten i dotterbolaget. Istället kanske det ligger i moderbolagets intressen att så långt möjligt suga ut dotterbolaget för att öka vinsterna på andra håll inom koncernen. Under sådana omständigheter kommer optionsrättigheten att bli värdelös.¹⁶⁸

Även det nya moderbolaget kan emellertid få vissa bekymmer med tidigare utfärdade teckningsoptioner. Problemet gäller hur man skall förfara med utestående teckningsoptioner vid ett tvångsinlösningsförfarande om inte saken kan ordnas via frivilliga återköp.¹⁶⁹

4.1.1 Teckningsoptioner och förfoganderättsinskränkningar

En viktig frågeställning för det arbetsgivarbolag som bestämt sig för att utfärda ett teckningsoptionsprogram är i vilken mån programmet kan säkerställa att de berörda anställda kvarstannar i bolaget. En del av syftet med att utfärda ett teckningsoptionsprogram kan tyckas förfelat om de berörda anställda kan avsluta sin anställning med bibehållna förmåner enligt programmet. Arbetsgivarbolaget kan därför vilja förena teckningsoptionerna med förfoganderättsinskränkningar med innebörden att berörda anställda varken skall kunna avsluta sin anställning utan att förlora teckningsoptionerna eller i övrigt fritt överlåta sina optionsrättigheter.

¹⁶⁸ Se om denna ”aktiebolagsrättsliga fälla” Rodhe i festskrift till Johansson s. 12.

¹⁶⁹ Se vidare Rodhe i festskrift till Johansson s. 12 och jmf 14 kap. 31 § ABL. Se också SOU 1997:22 s. 261 ff. Aktiebolagskommittén föreslår här att teckningsoptioners ställning i samband med tvångsinlösen i första hand bör regleras i emissionsvillkoren, men att dispositiv lagstiftning skall träda in när emissionsvillkoren inte innehåller någon sådan reglering.

Denna frågeställning aktualiserar en mängd problem av både civilrättslig och skatterättslig karaktär. På det civilrättsliga planet kan ifrågasättas om det överhuvud är möjligt att förena en teckningsoption med dylika förfoganderättsinskränkningar. I ett skatterättsligt sammanhang tillkommer dessutom frågan huruvida eventuella sådana inskränkningar medför att en teckningsoption skatterättsligt skall klassificeras som en personaloption.¹⁷⁰

Som huvudregel är en utfärdad teckningsoption att anse som ett värdepapper både i civilrättslig och i skatterättslig mening. Detta innebär att det står optionsinnehavaren fritt att överlåta teckningsoptionen och vidare att en avslutad anställning inte medför att den anställde förlorar sina optionsrättigheter.

Det finns inte heller några uttryckliga bestämmelser att tillgå i ABL som möjliggör för arbetsgivarbolaget att begränsa optionsinnehavarens förfoganderätt. Möjligheten enligt 3 kap. 3 § ABL att i bolagsordningen införa förebehåll om lösningsrätt vid övergång av aktier, s.k. hembudsskyldighet, är inte tillämplig vid utfärdandet av teckningsoptioner.¹⁷¹ En sådan ordning framstår som naturlig om man betänker att reglerna om emission av teckningsoptioner återfinns i lagstiftningen för att underlätta bolagens kapitalanskaffning och inte för att möjliggöra utfärdandet av incitamentsprogram.

Det torde med anledning av detta vara tveksamt om teckningsoptioner som ändå innehåller dylika förfoganderättsinskränkningar i optionsvillkoren verkligen skall godkännas för emittering. Mot det förda resonemanget kan anföras att lagstiftaren lämnat ett relativt stort utrymme för de utfärdande bolagen att själva utforma emissionsvillkoren och därtill lämnat vissa frågor helt oreglerade.¹⁷² Att det inte någonstans i ABL omnämns en möjlighet att införa förfoganderättsinskränkningar i emissionsvillkoren skulle enligt ett sådant synsätt inte vara ekvivalent med att sådana villkor är otillåtna.¹⁷³ Detta då det inte heller finns ett uttryckligt förbud mot dylika villkor.

Enligt här företrädd uppfattning kan det dock enligt gällande rätt inte anses förenligt med lagstiftarens intentioner att via förfoganderättsinskränkningar i emissionsbeslutet tillse att teckningsoptionen förlorar sin karaktär av värdepapper. Stöd för en sådan uppfattning finns i 5 kap. 1 § ABL där det anges att utfärdad teckningsoption skall ställas till innehavaren eller till viss man eller order. Denna bestämmelse får anses vara tvingande till sin natur.¹⁷⁴ Det torde vara svårt att förena detta uttryck för teckningsoptionens löpande karaktär med förfoganderättsinskränkningar i emissionsvillkoren.

¹⁷⁰ Se angående begreppet personaloption ovan 2.6.1.

¹⁷¹ Se Rodhe s. 162 f.

¹⁷² Se Gavatin s. 64.

¹⁷³ Se bl.a. Prop. 1973:93 s. 101.

¹⁷⁴ Se SOU 1997:22 s. 349 där det framgår att teckningsoptioner skall vara löpande samt att registrering inte får ske enligt ABL om teckningsoptioner utformas som enkla skuldebrev. Motiveringen är att nyteckning skall kunna ske utan djupare efterforskningar från bolagets sida om optionsinnehavarens behörighet att teckna aktier.

Om förfoganderättsinskränkningar skulle tillåtas i emissionsvillkoren får de nämligen anses ha en associationsrättslig giltighet. Innebörden skulle då vara att det utfärdande bolaget tillerkänns en möjlighet att neka även en godtroende förvärvare av teckningsoptionen rätten till nyteckning under förutsättning av att optionsinnehavet kommit till stånd utan att emissionsvillkorens förfoganderättsinskränkningar beaktats.

Det finns emellertid en risk (möjlighet) att PRV vid granskning inte utför en kontroll avseende eventuell förekomst av otillåtna villkor utan endast tillser att alla obligatoriska uppgifter återfinns. Därmed skulle registrering kunna beviljas också avseende emissioner med förfoganderättsinskränkningar. Om förfoganderättsinskränkningarna därtill är av sådant slag att teckningsoptionen förlorar sin karaktär av värdepapper kan det tyckas som att beskattning skall ske enligt reglerna för personaloptioner.¹⁷⁵

Det kan emellertid ifrågasättas vilken betydelse en sådan felaktig registrering skall ha. Under förutsättning av att villkor av dylikt slag verkligen är oförenliga med ABL torde det enligt här företrädd uppfattning vara tveksamt om villkoren skall tillerkännas någon associationsrättslig verkan i förhållande till optionsinnehavarna, även för det fall att registrering beviljats. Om läget vore annorlunda skulle nämligen PRV indirekt tillerkännas behörighet att övertrumfa lagstiftaren vad gäller tillåtligheten av olika villkor.

Möjligtvis skall bedömningen vara en annan i skatterettsligt hänseende. Det synes nämligen inte alltid vad gäller den skatterettsliga bedömningen göras någon större åtskillnad på var de aktuella inskränkningarna härstammar ifrån, utan det viktiga synes istället vara att inskränkningarna finns där och att de efterlevs, även om de i princip är civilrättsligt ogiltiga.

Så långt om förfoganderättsinskränkningar i emissionsvillkoren. Det finns emellertid också andra sätt för arbetsgivarbolaget att tillskapa dylika inskränkningar inom ramen för ett teckningsoptionsprogram. Ett ofta begagnat och tillsynes mer säkert tillvägagångssätt är att arbetsgivarbolaget tillskapar förfoganderättsinskränkningar genom att upprätta separata avtal som reglerar i vilken omfattning den anställde har rätt att överlåta teckningsoptionerna.

Skatterettsligt anses teckningsoptionen under sådana förhållanden i och för sig fortfarande utgöra ett värdepapper men inskränkningarna kan medföra att teckningsoptionen inte anses förvärvad förrän fri förfoganderätt föreligger.¹⁷⁶

¹⁷⁵ Se Andersson, Bratteberg s. 39 f. som argumenterar för ett sådant synsätt, jmf Rutberg i SvSkt (99) s. 604 med tillsynes annorlunda uppfattning. I detta sammanhang skall nämnas ett förhandsbesked från Skatterättsnämnden den 18 juni 1998. Förhållandena i fallet var sådana att de aktuella teckningsoptionerna var överlåtbara, men att hembusskyldighet förelåg till arbetsgivarbolaget vid överlåtelse av teckningsoptionerna, samt när den anställdes anställning upphörde. Skatterättsnämnden fann att förekomsten av villkoren inte förtog teckningsoptionen dess karaktär av värdepapper. En anmärkning är att det inte torde ha rört sig om en äkta hembusskyldighet utan snarare om någon slags kombination av en tvångsförsäljnings- och förköpsklausul.

¹⁷⁶ Se Rutberg i SvSkt (99) s. 603 f. och Andersson, Bratteberg s. 40.

Avtal av denna typ benämns vanligtvis hembudsavtal. Detta är i de allra flesta fall en något missvisande benämning. Hembudsskyldighet kan förenklat sägas innebära att en aktieförvärvare har att erbjuda (hembjuda) den förvärvade aktien till vissa utpekade lösningsberättigade. De här behandlade avtalen är inte konstruerade på samma sätt. Istället anges vanligtvis att optionsinnehavaren skall erbjuda arbetsgivarbolaget att lösa teckningsoptionen innan optionsinnehavaren överlåter teckningsoptionen. Skillnaden är således att vid hembud skall lösen erbjudas av förvärvaren och efter genomförd överlåtelse att jämföra med att lösen erbjuds av överlåtaren och innan genomförd överlåtelse. Avtalen liknar således i denna del mer ett förköpsavtal än ett hembudsavtal.

Att avtalen är utformade på detta sätt framstår som naturligt om man betänker att konstruktionen enbart är av avtalsmässig beskaffenhet och därmed inte har någon associationsrättslig giltighet. Arbetsgivarbolaget torde således inte kunna hindra en förvärvare i god tro från att utöva de rättigheter som är förknippade med teckningsoptionen, och således inte heller föranstalta om äkta hembudsskyldighet. Trots detta kan avtalen innehålla bestämmelser som anger att en optionsinnehavare som förvärvat teckningsoptioner i strid med avtalet inte skall äga rätt att teckna aktier i bolaget, samt att bolaget så långt lagligen möjligt skall förhindra att sådan teckning sker. Sådana villkor kan närmast liknas vid ett tredjemansavtal och torde inte kunna upprätthållas på rättslig väg. Från ett strikt juridiskt perspektiv framstår de som tämligen meningslösa. Att de ändå återfinns är beklagligt och får ses som ett utslag för behovet av en mer ändamålsenlig lagreglering.

Vidare innehåller avtalen ofta en bestämmelse som anger att optionsinnehavaren även skall erbjuda arbetsgivarbolaget att lösa teckningsoptionen för det fall att optionsinnehavaren upphör att vara anställd i arbetsgivarbolaget. Det är tydligt att det i sådana fall inte rör sig om hembud utan istället en form av tvångsförsäljning kopplad till att anställningen i arbetsgivarbolaget upphör.

Den utbredda förekomsten av dylika avtal i näringslivet och det faktum att avtalsvillkoren accepteras inom skatterätten¹⁷⁷ föranleder närmast slutsatsen att denna form av förfoganderättsinskränkningar är tillåten även civilrättsligt. Detta torde också vara en riktig bedömning. Så länge som avtalet endast bär giltighet mellan de ursprungliga parterna får nämligen konstruktionen anses falla inom området för avtalsfriheten.¹⁷⁸ Att genom sidoavtal införa reglering som inte har någon associationsrättslig

¹⁷⁷ Se bl.a. förhandsbesked från Skatterättsnämnden den 18 juni 1998.

¹⁷⁸ Under förutsättning av att 7 kap. 26 § ABL inte träds för när torde det vidare inte föreligga något hinder emot att arbetsgivarbolaget ger ut enkla skuldebrev med villkor som motsvarar dem som skall gälla för teckningsoptioner (och konvertibla skuldebrev). Dylika rättigheter faller dock överhuvud inte in under ABL:s regelverk och medför därför en avsevärd osäkerhet för innehavaren. Se Nial s. 220.

motsvarighet är inte heller något ovanligt, vilket den rika förekomsten av konsortialavtal skvallrar om. Det förtjänar dock att uppmärksammas att även upprättandet av avtal med en utformning som försöker binda tredjeman i viss mån kan ses som ett kringgående av reglerna i ABL. Det är nämligen i materiellt hänseende ingen stor skillnad på om förfoganderättsinskränkningarna återfinns i själva emissionsvillkoren eller i ett separat upprättat avtal, så länge som avtalet tillåts att få materiellt genomslag enligt sin ordalydelse, trots den principiella ogiltigheten.

Ytterligare en aspekt finns att ta hänsyn till i detta sammanhang. Som framgått innebär förekomsten av förfoganderättsinskränkningar i de allra flesta fall att optionsinnehavaren skall erbjuda arbetsgivarbolaget att lösa teckningsoptionen. Detta medför således att arbetsgivarbolaget kan komma att förvärva eller återköpa teckningsoptioner avseende de egna aktierna. Visserligen får nog sådana återköp under iakttagande av tillbörliga beslutsformer i sig anses giltiga men i övrigt finns en hel del oklarheter kring transaktionen i fråga. Det skulle leda för långt att inom ramen för denna uppsats till utförlig behandling ta upp samtliga med denna företeelse förknippade omständigheter, det räcker med att konstatera att de problem som omgärdar förfoganderättsinskränkningar ytterligare försvåras. Nämnas kan dock att mest centralt får anses vara frågan huruvida de återköpta teckningsoptionerna återigen skall få säljas av bolaget med bibehållen teckningsrätt, vilket värde optionerna skall anses betinga i bolagets ägo samt om man skall behandla återköpet som en vederlagsfri utbetalning till tredjeman.¹⁷⁹

Av ovanstående framgår att teckningsoptioner förenade med förfoganderättsinskränkningar är ett snårigt område som dessutom inte verkar ha blivit föremål för någon utförligare behandling i doktrin. Det kan därför finnas anledning att återkomma till frågan mer utförligt i ett annat sammanhang.

4.2 Rättslig reglering vid utfärdande av teckningsoptionsprogram

Regler om konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner infördes i Sverige genom lagen (1973:302) om konvertibla skuldebrev m.m. Reglerna har sedermera utan större förändringar inkorporerats i ABL. Som framgått ovan kräver ett utfärdande av ett teckningsoptionsprogram att arbetsgivarbolaget genomför en emission av teckningsoptioner. De primära reglerna som styr ett sådant förfarande återfinns i 5 kap. ABL.

¹⁷⁹ Se Rodhe s. 62 f. och Rodhe i festskrift till Johansson s. 9 ff. samt SOU 1997:22 s. 253 ff.

ABL talar om utgivandet av skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Sådana skuldebrev skall ställas till innehavaren eller till viss man eller order. Lagtexten ger således vid handen att det är skuldebrevet som är det huvudsakliga och att optionsrättigheten främst är avsedd att underlätta emissionen av skuldebrevet.¹⁸⁰ Denna tolkning styrks av det faktum att ABL ej tillåter utfärdandet av fristående optionsrätter. Det är dock tillåtet att knyta optionsrättigheten till ett särskilt optionsbevis som fogas vid skuldebrevet och sedan avskilja optionsbeviset och förfoga över det särskilt.¹⁸¹

I praktiken, och särskilt vad gäller incitamentsprogram, är det istället det avskiljda optionsbeviset som är det huvudsakliga syftet med att företa en emission av detta slag. Då optionsbeviset berättigar innehavaren att teckna nya aktier i det utfärdande bolaget benämner man populärt dessa rättigheter som teckningsoptioner.¹⁸²

Beslut om emission av teckningsoptioner fattas enligt huvudregeln av bolagsstämman med enkel majoritet. Möjlighet finns dock för bolagsstämman att dels bemyndiga styrelsen att fatta beslutet, dels att i efterhand godkänna ett beslut som tagits av styrelsen. Vid själva nyteckningen av aktier, till följd av begärd lösen enligt teckningsoptionerna, behövs inte något nytt beslut av stämman utan erforderliga åtgärder kan ombesörjas av styrelsen.

Liksom vid en vanlig nyemission har aktieägarna en företrädesrätt vid en emission av teckningsoptioner, vilket förefaller naturligt med beaktande av att båda emissionstyperna kan leda till nyteckning av aktier. Beslut av bolagsstämman att avvika från aktieägarnas företrädesrätt är giltigt endast om det har biträtts av aktieägare med 2/3 av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna.

En emission av teckningsoptioner med företrädesrätt blir tämligen komplicerad till sin natur varför ett bolag vanligtvis bör inrikta sig på alternativet emission utan företrädesrätt.¹⁸³ Så är ju också fallet vid genomförandet av ett teckningsoptionsprogram, där aktieägarnas företrädesrätt frångås till förmån för de berörda anställda.

Innan emission av teckningsoptioner kan ske måste dessutom tillses att bolagsordningens bestämmelser om aktiekapitalets storlek ger utrymme för den nyteckning som kan tänkas ske.

Bolagsstämmans beslut måste vidare ange de belopp som skall erläggas av de teckningsberättigade med anledning av emissionen. Härvid är att uppmärksamma att de belopp som kan komma att erläggas i princip består av tre skilda beståndsdelar. Dels emissionslikviden som utgörs av två i

¹⁸⁰ Se Nial s. 220.

¹⁸¹ Se 5 kap. 1 § ABL. Det kan dock framgå av emissionsvillkoren att sådant avskiljande först får ske efter viss tid.

¹⁸² Skuldebrevet och teckningsoptionen har efter företagens emission mycket lite med varandra att göra. Nyteckningen av aktier sker mot ny betalning enligt fastslagen teckningskurs och fordran mot bolaget kvarstår om inte skulden redan tidigare reglerats av bolaget.

¹⁸³ Se Rodhe s. 61.

princip oberoende beståndsdelar, dels betalningen för aktierna vid nyteckning.

Vid själva emissionen av teckningsoptionerna har den blivande optionsinnehavaren att erlægga en emissionslikvid. Emissionslikvidens storlek är beroende av två faktorer, det underliggande lånets (skuldebrevets) nominella belopp samt värdet på de till skuldebrevet knutna optionsrättigheterna. Bolagstämman är vid en emission av teckningsoptioner, vad beträffar ABL:s regelverk, i princip fri att bestämma hur stor emissionslikviden skall vara, så länge som inte den aktiebolagsrättsliga generalklausulen träds för när.

Om optionsinnehavaren vid lösentidpunkten vill utnyttja sin teckningsoption och teckna nya aktier i bolaget skall betalning ånyo erläggas. Även denna teckningskurs skall bolagstämman besluta om redan vid utfärdandet av teckningsoptionerna. Bestämmelserna om betalning av aktie i samband med den ursprungliga bolagsbildningen äger motsvarande tillämpning vid inbetalning på grund av nyteckning med stöd av en teckningsoption.¹⁸⁴

Exkurs

Det talas ibland om att emissioner av teckningsoptioner kan ske till under- eller överkurs samt att underkursemissioner vid dotterbolagslösningen skulle ha den fördelen att dotterbolaget inte skulle behöva erlægga någon större emissionslikvid till det utfärdande arbetsgivarbolaget.¹⁸⁵ Enligt här företrädd uppfattning är inte detta en ändamålsenlig begreppsbildning. Anledningen härtill är att någon underkursemission överhuvud inte torde gå att genomföra, i vart fall inte med någon praktisk betydelse. Det sagda skall utvecklas i det följande.

Att en emission sker till under- eller överkurs måste i bolagsrättsliga sammanhang anses innebära att en avvikelse sker från emissionens nominella värde.¹⁸⁶ Frågan är då vad som utgör det nominella värdet vid en emission av teckningsoptioner. Klart är att skuldebrevet betingar ett nominellt värde. Detta värde utgörs helt enkelt av det på skuldebrevet upptagna beloppet, eller annorlunda uttryckt vad borgenären (optionsinnehavaren) har att fordra enligt skuldebrevet. I detta avseende är det möjligt att tala om en underkursemission om det i samband med emissionen erlägges ett lägre belopp än det som anges på skuldebrevet (det nominella beloppet). En anledning till att vilja förfara på det beskrivna sättet, som också sker vid emissioner av konvertibla skuldebrev, är om man av skuldebrevet vill skapa en s.k. nollkupongare som skall löpa utan ränta.¹⁸⁷ Det torde också vara förenligt med ABL att gå till väga på detta sätt. Det finns emellertid inte någon som helst praktisk nytta med en sådan underkursemission i samband med utfärdandet av ett teckningsoptionsprogram. Vill man minimera den del av emissionslikviden som är beroende av skuldebrevet är ett långt smidigare förfarandesätt att istället sätta det nominella beloppet på skuldebrevet väldigt lågt. Som tidigare konstaterats är skuldebrevet av underordnad betydelse vid teckningsoptionsprogram. Det är således uppenbarligen inte en underkursemission av beskriven typ som avses när man talar om underkursemissioner i samband med teckningsoptionsprogram.

Vad gäller den till skuldebrevet knutna optionsrättighetens nominella värde så torde något sådant värde inte finnas. Ett sådant värde kan i vart fall inte återfinnas vare sig i bolagsordningen eller på något dokument som är att jämställa med ett skuldebrev. Vad optionsrättigheten anbelangar finns bara marknadsvärdet och det värde som faktiskt erlägges för optionen att tillgå. Detta senare värde kan givetvis inte samtidigt vara det nominella värdet, lika lite som marknadsvärdet kan vara det. Närmast tillhands ligger istället

¹⁸⁴ Se SOU 1997:22 s. 155.

¹⁸⁵ Se för ett sådant uttalande bl.a. Andersson, Bratteberg s. 21.

¹⁸⁶ Jmf 4 kap. 1 och 13a §§ ABL samt Rodhe s. 51 ff.

¹⁸⁷ Se SOU 1997:22 s. 350.

att påstå att sådant emissionsvederlag som är hänförligt till optionsrättigheten skall betraktas som en överkurs i förhållande till det nominella värdet på skuldebrevet i förening med optionsrättigheten, vilket då skulle vara ekvivalent med det nominella värdet på skuldebrevet. Klart är i vart fall att det inte kan bli fråga om några underkursemissioner i detta avseende.

Inte heller kan uttrycket underkursemission i samband med teckningsoptionsprogram avse den betalning som skall erläggas vid nyteckning då ABL i detta avseende inte tillåter att betalning erlägges som understiger aktiens nominella värde.¹⁸⁸

Vad som istället måste avses med underkursemissioner i detta sammanhang är att emissionslikviden understiger teckningsoptionens marknadsvärde, vilket kan få betydelse bl.a. för storleken på eventuell förmånsbeskattning. En mer adekvat begreppsbildning hade åskådliggjort detta faktum tydligare.

Vad som i övrigt skall anges i bolagstämman eller styrelsens beslut framgår av 5 kap. 2 § ABL. Här skall nämnas att beslutet bl.a. skall innehålla uppgift om;

- emissionens totala belopp,
- vem som äger delta i emissionen,
- den tid inom vilken teckning och betalning skall göras,
- skuldebrevens nominella belopp, emissionskurs och räntefot,
- tid och villkor för nyteckning av aktier,
- det belopp varmed aktiekapitalet skall kunna ökas genom nyteckning,
- det aktieslag vartill de nya aktierna skall höra.

Dessutom tillkommer att reglera vad som skall ske med optionsinnehavarnas rättigheter för det fall aktiekapitalet före nyteckningen skulle komma att ökas eller nedsättas, eller nya teckningsoptioner eller konvertibla skuldebrev skulle utges, eller bolaget upplöses eller upphör genom fusion. Vad det handlar om är att på något sätt kompensera optionsinnehavarna för det inträffade. Sådana bestämmelser kan vara av mycket invecklat slag och innehålla tämligen avancerade beräkningsmodeller.¹⁸⁹

Bolagsstämmans beslut om emission, eller en redogörelse för det väsentliga innehållet i beslutet, skall så fort möjligt kungöras i Post- och Inrikes Tidningar och den eller de ortstidningar som styrelsen bestämmer.¹⁹⁰

De centrala dokumenten vid genomförandet av ett teckningsoptionsprogram, förutom själva skuldebrevet, är optionsbeviset och det till optionsbeviset kopplade optionsavtalet. Det är i optionsavtalet som de villkor som gäller för nyteckningen av aktier framkommer. Några av de viktigaste villkor som kan ingå anges nedan.¹⁹¹

- Hur anmälan om nyteckning skall genomföras.

¹⁸⁸ Se 5 kap. 1 och 14 § ABL och SOU 1997:22 s. 154 och 350.

¹⁸⁹ Se Rodhe s. 60.

¹⁹⁰ Se vidare 5 kap. 6 § ABL.

¹⁹¹ Jmf Andersson, Bratteberg s. 28.

- Hur betalningen av de nytecknade aktierna skall genomföras.
- När införning i aktieboken kommer att ske.
- När utdelning på de nya aktierna tidigast kommer att ske.
- Hur omräkning med anledning av vissa inträffade händelser skall ske (se ovan)

Oftast sker en hänvisning till villkoren i optionsavtalet redan vid beslutet om att utfärda ett teckningsoptionsprogram.

Så långt den reglering som gäller för alla aktiebolag. Aktiemarknadsbolag har emellertid även att beakta Leo-lagstiftningen. Därigenom skärps som bekant beslutsreglerna i flera hänseenden. Vad gäller utfärdandet av teckningsoptionsprogram till ledande befattningshavare och övriga anställda i arbetsgivarbolaget så aktualiseras Leo-lagen inom sitt huvudsakliga tillämpningsområde. Någon tvekan om huruvida lagen är tillämplig eller inte uppkommer således inte. Hänvisning kan därför i stort sett ske till vad som anförts ovan om Leo-lagen.¹⁹² Några påpekanden skall dock göras.

Den möjlighet att bemyndiga styrelsen att fatta beslut om utfärdande av teckningsoptionsprogram som bolagstämman vanligtvis innehar återfinns inte enligt Leo-lagen. Emissionsbeslutet skall alltid fattas av bolagstämman. Detta hindrar emellertid inte att en emission av teckningsoptioner sker under förutsättning av stämman godkännande i efterhand.¹⁹³

I de fall som arbetsgivarbolaget använder sig av dotterbolagslösningen och sålunda i första ledet riktar emissionen till ett dotterbolag, som sedan får i uppgift att administrera överlåtelsen av teckningsoptionerna till de berörda anställda, aktualiseras inte Leo-lagen vid själva emissionen. Anledningen är givetvis att dotterbolaget inte tillhör någon av de i Leo-lagen uppräknade personkategorierna. För att förhindra att Leo-lagens regler kringgås på detta enkla vis skall emellertid dotterbolagets beslut om överlåtelse av teckningsoptionerna fattas av bolagsstämman i dotterbolaget och med iakttagande av Leo-majoritet. Är dotterbolaget inte ett aktiemarknadsbolag fordras dessutom att överlåtelsen godkänns av arbetsgivarbolaget med beaktande av samma beslutskrav och beslutsformer.

Avslutningsvis skall nämnas att även ABL:s regler om upprättande av emissionsprospekt kan komma att aktualiseras i de fall teckningsoptionsprogrammet vänder sig till ett stort antal anställda. Enligt 5 kap. 18 § ABL föreligger nämligen en skyldighet för styrelsen i arbetsgivarbolaget att upprätta ett sådant prospekt om teckningsoptionsprogrammet vänder sig till en vidare krets. Med vidare krets skall förstås till mer än 200 personer.¹⁹⁴ Däremot blir inte prospektreglerna i lagen om handel med finansiella instrument tillämpliga då erbjudanden som riktar sig till de anställda inte anses ske till en öppen

¹⁹² Se ovan 2.5.1.

¹⁹³ Se Skog i Balans 2/2000 s. 16.

¹⁹⁴ Se Skog i Balans 12/99 s. 18.

krets. Vid sidan av lagregleringen i ABL tillkommer dessutom rekommendationer utfärdade av NBK.¹⁹⁵

4.2.1 God sed på aktiemarknaden

Liksom vad gäller för utfärdandet av köptionsprogram finns det för aktiemarknadsbolagen en omfattande praxis från AmN vad gäller god sed på aktiemarknaden att ta hänsyn till vid beslut om utfärdande av ett teckningsoptionsprogram. Som nämnts ovan har emellertid överskådligheten i viss mån förbättrats med anledning av AmN:s senaste principuttalande i frågan. Framställningen nedan skall i stort följa detta uttalande men också bistå med kommentarer.

Till att börja med kan sägas att en del av AmN:s praxis innebär att tillämpligheten av Leo-lagens regler utvidgas till att täcka vissa situationer även då detta inte följer av lagens bokstav. Vidare har AmN helt generellt slagit fast att uppenbara kringgåenden av Leo-lagens beslutsregler i princip alltid innebär ett åsidosättande av god sed på aktiemarknaden.

En första sådan utvidgning av lagens tillämpningsområde gäller vilka bolag som skall följa Leo-lagens beslutsregler.¹⁹⁶ Enligt AmN:s mening kräver god sed på aktiemarknaden att Leo-lagens beslutsregler tillämpas, förutom i aktiemarknadsbolag, också i andra bolag med spritt ägande, om aktierna genom ett värdepappersinstitut är föremål för organiserad handel bland allmänheten.¹⁹⁷

Det innebär sålunda att en emission av teckningsoptioner eller överlåtelse av teckningsoptioner till följd av en sådan emission som sker i sådana bolag bör genomföras endast om beslutet har biträtts av aktieägare med minst 9/10 av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädde aktierna. Om emissionen äger rum i ett dotterbolag utan spritt ägande, bör emissionsfrågan dessutom behandlas vid bolagsstämma i det bolag med spritt ägande som är moderbolag i koncernen och motsvarande majoritetskrav gälla även vid sådan stämma.¹⁹⁸ Det sistnämnda förfarandesättet torde även krävas när det utfärdande bolaget visserligen inte är ett dotterbolag men väl ett intressebolag om det med hänsyn till ägarandel, inflytande och andra omständigheter framstår som sakligt motiverat att behandla intressebolaget såsom ett dotterbolag.¹⁹⁹

Beslut om att utfärda teckningsoptionsprogram kan fattas på såväl ordinarie som extra bolagsstämma. Enligt AmN bör emellertid en strävan vara att behandla sådana program på ordinarie bolagsstämma. I vart fall kräver god sed på aktiemarknaden, när beslut om teckningsoptionsprogram skall fattas

¹⁹⁵ Se vidare NBK:s rekommendationer om Utformning av prospekt (1986) och om Offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999) V samt bilagan.

¹⁹⁶ Se Skog i Balans 2/2000 s. 16.

¹⁹⁷ Se AmN 2002:01. Detta är en förändring jämfört med tidigare praxis. Se ovan 2.5.1.

¹⁹⁸ Se AmN 2002:01.

¹⁹⁹ Se AmN 1990:8 och 1990:9 samt Skog i Balans 2/2000 s. 16. Situationen berörs inte i AmN 2002:01. Möjligtvis skall detta förstås som att kravet inte längre uppställs.

på extra bolagsstämma, att aktieägarnas informationsunderlag inte blir sämre än om förslaget hade behandlats på ordinarie bolagsstämma.²⁰⁰

En annan utvidgning av Leo-lagens tillämpningsområde gäller vilka personkategorier som skall anses omfattas av lagen. Förutom de i Leo-lagen omnämnda personkretsarna kräver god sed på aktiemarknaden att Leo-lagens regler tillämpas även vid emissioner eller överlåtelser av teckningsoptioner till personer som är på väg att tillträda en position som omfattas av Leo-lagens personkategorier, exempelvis en person som föreslagits som styrelseledamot eller en blivande VD. Samma gäller för personer som lämnat styrelsen eller bolaget men dessförinnan haft möjlighet att påverka beslutets utformning.²⁰¹

God sed på aktiemarknaden kräver vidare att Leo-lagens regler följs även vid emissioner och försäljningar av teckningsoptioner som inte direkt riktar sig till anställd utan till allmänheten, om intresseanmälningar från personer tillhörande de i Leo-lagen uppräknade personkretsarna kan resultera i en prioriterad ställning.²⁰²

Även i de fall som arbetsgivarbolaget använder sig av den ovan behandlade s.k. dotterbolagslösningen kräver god sed på aktiemarknaden en mer omfattande regeltillämpning än vad som följer av lagens bokstav. Således gäller att i de fall arbetsgivarbolaget emitterar teckningsoptioner till tredje man, vanligtvis ett dotterbolag, som i sin tur enligt avtal med bolaget överlåter instrumenten till bolagets anställda, så skall beslut om sådana teckningsoptionsprogram fattas av bolagsstämman i arbetsgivarbolaget och med tillämpning av Leo-lagens beslutsregler.²⁰³

För att uppfylla kravet på god sed bör också sådana program där arbetsgivarbolaget emitterar teckningsoptioner till ett för ändamålet särskilt tillskapat aktiebolag, i vilket anställda i arbetsgivarbolaget erbjuds bli aktieägare, beslutas av bolagsstämman med tillämpning av Leo-lagens regler.²⁰⁴

Enligt tidigare praxis har AmN haft synpunkter på vilken utspädning som till följd av ett teckningsoptionsprogram kan anses förenligt med god sed på aktiemarknaden. Från en initialt hållen stram linje om högst fem procents utspädning har praxis efterhand mildrats i detta avseende.²⁰⁵ Som läget är idag innebär god sed på aktiemarknaden att det överhuvud inte uppställs någon övre gräns vad gäller graden av utspädning.²⁰⁶ Anledningen till omsvängningen kan sökas i uppkomsten av snabbt expanderade

²⁰⁰ Se AmN 2002:01.

²⁰¹ Se AmN 2002:01.

²⁰² Se AmN 2002:01

²⁰³ Samma gäller om dotterbolaget inte direkt överlåter teckningsoptionerna utan istället stället ut köpoptioner på teckningsoptionerna. Se AmN 2002:01.

²⁰⁴ Se AmN 2002:01.

²⁰⁵ Se AmN 1989:1 och Skog i Balans 2/2000 s. 17.

²⁰⁶ Se AmN 2002:01. En gräns om fem procent för den sammanlagda utspädningen kan emellertid fortfarande tjäna som riktmärke för vad som normalt sett bedöms som lämpligt av markanden. Se Skog i Balans 4/2001 s. 29 och AmN 1998:3.

personalintensiva företag där behov kan föreligga av emissioner som leder till mer omfattande utspädningseffekter.²⁰⁷

Vad sedan gäller prissättningen så är AmN:s inställning i frågan i hög grad påverkad av det faktum att ett teckningsoptionsprogram kan ge dem som omfattas av programmet rätt till en andel i bolagets framtida resultat. Av denna anledning anser nämnden att det är viktigt att aktieägarna får information till ledning för bedömningen av teckningsoptionens marknadsvärde samt att de informeras om det pris till vilket teckningsoptionen skall kunna förvärvas.

I de fall som det inte finns något etablerat marknadsvärde bör ett teoretiskt marknadsvärde beräknas enligt någon allmänt vedertagen värderingsmodell, exempelvis den s.k. Black & Scholes-modellen. En sådan beräkning bör dessutom utföras av en oberoende expert, exempelvis ett värdepappersinstitut, och aktieägarna skall ges möjlighet att ta del av hur värdet beräknats.

Det ovan beskrivna kravet på informationsgivning relaterat till teckningsoptionens marknadsvärde hindrar emellertid inte arbetsgivarbolaget från att stimulera deltagandet i ett teckningsoptionsprogram genom att helt eller delvis bidra ekonomiskt och således åsätta optionen ett pris som understiger marknadsvärdet eller till och med erbjuda de anställda att delta i programmet gratis. En förutsättning för detta är naturligtvis att bolaget anser att det, genom teckningsoptionsprogrammets förmodade positiva effekter, tillförs fullt vederlag trots att teckningsoptionerna emitteras till ett pris under marknadsvärdet.²⁰⁸

Vad som ovan anförts om prissättningen är också tillämpligt om arbetsgivarbolaget använder sig av dotterbolagslösningen.²⁰⁹

Frågan om vad som är god sed på aktiemarknaden när det gäller teckningsoptionsprogram handlar också om storleken på tilldelningen till de personer som omfattas av programmet. Härvidlag finns det inte längre några krav på att schablonmässigt tvingas beakta relationen mellan tilldelningen och den enskildes lön och andra anställningsförmåner. Det väsentliga är istället att tilldelningen hålls på en rimlig nivå. AmN menar att det i sista hand ankommer på aktieägarna själva att avgöra vad som utgör en rimlig tilldelning. Kriterier av betydelse vid bedömningen kan vara bolagets storlek, internationella utbredning och konkurrenssituation. Därvid måste också en samlad bedömning göras som omfattar förekomsten av andra incitamentsprogram och övriga omständigheter i det enskilda fallet, såsom lön och andra anställningsförmåner.²¹⁰

Avslutningsvis innebär god sed på aktiemarknaden att särskild försiktighet måste iakttas vad gäller styrelseledamöters, som inte också är anställda i

²⁰⁷ Se vidare Skog i Balans 2/2000 s. 18.

²⁰⁸ Se AmN 2002:01.

²⁰⁹ Se AmN 1989:1 och 1987:6.

²¹⁰ Se AmN 2002:01.

bolaget, deltagande i teckningsoptionsprogram.²¹¹ AmN gör härvidlag en uppdelning mellan styrelseledamöters deltagande i program huvudsakligen avsedda för bolagets anställda och program uteslutande avsedda för styrelseledamöter.²¹²

Vad först avser styrelseledamöters deltagande i program huvudsakligen avsedda för bolagets anställda, exempelvis VD och andra ledande befattningshavare, återfinns den komplikationen att styrelseledamöter på grund av jäv torde vara förhindrade att delta i beredningen av ett förslag till bolagsstämman om ett incitamentsprogram avsett för dem själva.²¹³ Samtidigt utgör beslut om sådana program så viktiga frågor för bolaget att styrelsen i praktiken måste delta i beredningen och ta ansvar för programmen. Styrelsen är nämligen garant för att värderingen är gjord på ett godtagbart sätt, att eventuella subventioner redovisas öppet och att villkoren i övrigt är rimliga. Av denna anledning bör inte styrelseledamöter överhuvud deltaga i teckningsoptionsprogram av denna typ med mindre än att särskilda skäl föreligger. Ett sådant skäl kan vara att styrelseledamöten i praktiken är verksam i bolaget på samma sätt som en anställd. Frågan bör i så fall tas upp som en särskild beslutspunkt vid bolagsstämman.

Vad sen avser styrelseledamöters deltagande i program som uteslutande är avsedda för styrelseledamöter är emellertid bedömningen en annan. Under förutsättning att ett sådant program inte har beretts av någon styrelseledamot eller av bolagsledningen i övrigt och det inte heller är styrelsen som lägger fram förslaget för bolagsstämman står det bolagsstämman fritt att ta beslut om utfärdandet av ett sådant program. Beslutet måste givetvis fattas med Leo-majoritet och i förslaget till beslut bör det finnas en motivering som gör det möjligt för aktieägarna att nå fram till ett väl övervägt ställningstagande. Ovan anförda gäller också teckningsoptionsprogram till någon som inte tillhör styrelsen men som kan komma att väljas som styrelseledamot. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden bör styrelseledamöter som också är aktieägare i bolaget inte deltaga i stämmobeslut om någon form av incitamentsprogram som omfattar dem själva.²¹⁴

²¹¹ Samma försiktighet behöver inte iakttas vad gäller deltagande av styrelseledamöter som också är anställda i bolaget, exempelvis genom att inneha positionen som VD eller någon annan position inom ledningsgruppen. För dessa kategorier är det normalt anställningen och inte styrelseuppdraget som framstår som mest väsentligt, varför det skulle vara orimligt att generellt behöva ställa dessa personer utanför incitamentsprogram riktade till personalen. Se Skog i Balans 4/2001 s. 30.

²¹² För en sammanfattning av den tidigare mer restriktiva praxisen se Skog i Balans 4/2001 s. 30.

²¹³ Se AmN 2002:01 som refererar till ett förarbetsuttalande i SOU 1995:44 s. 207.

²¹⁴ Se AmN 2002:01 och Skog i Balans 2/2000 s. 18 f.

4.3 Analys av den rättsliga regleringen kring teckningsoptionsprogram

En analys av den rättsliga reglering som omgärdar utfärdandet av teckningsoptionsprogram bör enligt här företrädd uppfattning ta sin utgångspunkt i det faktum att reglerna återfinns i lagstiftningen av helt andra skäl än att reglera utfärdandet av incitamentsprogram. De rättsliga institut som finns i 5 kap. ABL har istället som huvudsakligt syfte att tillhandhålla bolagen (och bolagens borgenärer) rättsliga medel för en ökning av tillskottskapitalet samt att underlätta bolagens anskaffning av riskkapital.²¹⁵ Bestämmelserna finns med andra ord för att reglera hur aktiebolag tillförs mer eget kapital men samtidigt också för att skapa förutsättningar för flexiblare former av långivning. I förlängningen avses härmed huvudsakligen tillskott av pengar mot möjligheten till aktieteckning. I detta avseende innehar givetvis bestämmelserna en central roll inom bolagsrätten. När ett aktiebolag utfärdar ett teckningsoptionsprogram är emellertid inte kapitalanskaffning det huvudsakliga syftet, det kan till och med vara så att det ökade aktieägandet är en önskad bieffekt i förhållande till programmets övriga gynnsamma effekter. Aktiebolaget vill helt enkelt, av olika tänkbara anledningar, tillhandahålla de anställda ett incitament och har därvidlag funnit att teckningsoptionsprogram uppfyller detta syfte väl. Inte heller har alltid aktietecknarna, de anställda, något större intresse av en långsiktig investering i bolaget, utan vill många gånger snabbt realisera en vinst på aktiemarknaden.

Det är sålunda inte ägnat att förvåna att förarbetena till den lagstiftning som introducerade möjligheten att utfärda teckningsoptioner i Sverige inte innehåller någon diskussion kring de nya reglernas relation till incitamentsprogram.²¹⁶ Lagstiftaren hade antagligen vid denna tidpunkt inte fullt insett möjligheten av en utveckling i en sådan riktning.²¹⁷

Den tillsynes enda lagstiftningsprodukt som direkt tar sikte på incitamentsprogram är istället Leo-lagen. Även om inte något direkt avståndstagande från att använda aktierelaterade incitamentsprogram kan utläsas av förarbetena²¹⁸ så verkar ändå Leo-lagens beslutskrav i försvårande riktning vad gäller genomförandet av incitamentsprogram för aktiemarknadsbolag. Skälen bakom lagstiftningen är visserligen legitima, nämligen att värna om minoritetsskyddet.

Faktum kvarstår dock att det varken finns gällande lagstiftning eller förarbetsuttalanden som tar sikte på att *underlätta* genomförandet av teckningsoptionsprogram i enlighet med näringslivets behov. Frågan som måste ställas är om detta medför onödiga komplikationer vid utfärdandet av

²¹⁵ Jmf Rodhe i festskrift till Johansson s. 8.

²¹⁶ Se Prop. 1973: 93 särskilt s. 63 ff.

²¹⁷ Se Rodhe i festskrift till Johansson s. 8.

²¹⁸ Leo-kommissionen antog istället mycket riktigt att ”pilotskolan” (termen avser aktierelaterade incitamentsprogram men begagnas inte i förevarande framställning) kommit för att stanna. Se Ds Fi 1986:21 s. 108.

teckningsoptionsprogram. Enligt här företrädd uppfattning är det tydligt att så är fallet.

Mest uppenbart ter sig detta vad gäller förbudet mot fristående teckningsoptioner. Som konstaterats är det obligatoriska skuldebrevet en allt igenom underordnad företeelse vid genomförandet av ett teckningsoptionsprogram. Vidare kan förbudet kringgås genom ett lågt, närmast symboliskt, nominellt belopp på skuldebrevet och därtill villkor som tillåter att optionsrätten omedelbart avskiljes från skuldebrevet. Allt som förbudet medför är således betungande pappershantering och kringgående konstruktioner. Det torde heller inte finnas något tungt vägande skäl för att inte tillåta fristående teckningsoptioner. Avsaknaden av en sådan möjlighet är således enbart att hänföra till en brist hos lagstiftaren att beakta näringslivets behov av en dylik företeelse. Numera torde det i doktrin råda närmast fullständig enighet om ovanstående.²¹⁹

Vidare framstår förbudet mot att i emissionsvillkoren föranstalta om förfoganderättsinskränkningar ej vara väl avpassat för ett användande av teckningsoptionsprogram.²²⁰ Kravet på att teckningsoptionerna skall vara av löpande beskaffenhet framstår i och för sig som väl avvägt i förhållande till reglernas huvudsakliga syfte att underlätta bolagens kapitalanskaffning. I det sammanhanget är kravet närmast uppställt för bolagens bästa.²²¹ Saken förhåller sig emellertid annorlunda när reglerna begagnas för genomförande av incitamentsprogram. De utfärdande bolagen är då betjänta av att kunna tillse att teckningsoptionerna förenas med förfoganderättsinskränkningar eller att de kan ställas till viss man och således istället följer reglerna för enkla skuldebrev. Om nuvarande reglering är uppställd med bolagens bästa för ögonen torde inget hinder föreligga för att justera regleringen i så måtto att den framstår som än förmånligare för bolagen. Även i detta avseende är således förändringar påkallade med hänsyn tagen till de aktuella reglernas vidgade användningsområde.

Avslutningsvis förefaller Leo-lagens majoritetskrav i vissa avseenden vara allt för rigida. Detta är dock främst en rättspolitisk fråga och lagstiftaren har här uppenbarligen haft vissa intentioner med lagstiftningen specifikt relaterade till incitamentsprogram. Här skall bara återigen påpekas att det kan ifrågasättas i vad mån Leo-lagen verkligen förstärker det minoritetsskydd som återfinns i den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen²²² samt att Leo-lagen är en närmast unik lagstiftningsprodukt i Europa.²²³

²¹⁹ Se bl.a. Rodhe i festskrift till Johansson s. 8, Samuelsson i JT s. 468, Lombach, Cederlund s. 194 samt SOU 1997:22 s. 215.

²²⁰ Se ovan 4.1.1.

²²¹ Se SOU 1997:22 s. 349.

²²² Se Samuelsson i JT s. 469.

²²³ Se SOU 1997:22 s. 219.

4.3.1 Framtida reglering av teckningsoptionsprogram

Framställningen skall nu inrikta sig på att undersöka i vad mån Aktiebolagskommittén i sitt förslag till ny aktiebolagslag har justerat den aktuella regleringen i linje med vad som ovan anförts. Det förtjänar först att anmärkas att tystanden i förhållande till incitamentsprogram i stort håller i sig även i Aktiebolagskommitténs arbete.²²⁴ I övrigt återfinns dock enligt här företrädd uppfattning flera ljuspunkter vad anbelangar genomförandet av teckningsoptionsprogram.

För det första innebär förslaget en möjlighet för aktiebolag att emittera fristående teckningsoptioner. Det anges till och med i motiveringen att detta möjliggör för aktiebolag att utfärda teckningsoptioner till sina anställda utan krav på att dessa ger lån till bolaget.²²⁵ Detta får väl närmast betecknas som en referens till förekomsten av incitamentsprogram på marknaden. Andra bidragande orsaker till kommitténs förslag är kritik från näringslivet och lättheten med vilket förbudet kunnat kringgås.²²⁶

För det andra, vilket möjligtvis framstår som mer överraskande, innehåller förslaget inget krav på att teckningsoptioner skall ställas till innehavaren eller till viss man eller order. Detta torde därmed öppna upp för förfoganderättsinskränkningar i emissionsvillkoren och även att bolagen föranstaltar att de emitterade teckningsoptionerna skall följa reglerna om enkla skuldebrev. Även i detta avseende innebär således förslaget en förbättring i förhållande till genomförande av teckningsoptionsprogram. Möjligtvis kan man ana en medvetenhet om detta hos Aktiebolagskommittén när det talas om praktiska behov som motiv för förändringen.²²⁷

Däremot bibehålls Leo-lagens majoritetskrav vid vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag.²²⁸ Som framgått på annat ställe ovan anser nämligen Aktiebolagskommittén att Leo-lagens majoritetskrav utgjort en effektiv spärr mot ett otillbörligt utnyttjande av reglerna om avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt för att gynna personer i ledningsställning i bolaget.²²⁹ En stilla undran är varför då kravet upprätthålls även i

²²⁴ Se ovan 3.4 om detta förhållande vad gäller återköp av egna aktier.

²²⁵ Se SOU 1997:22 s. 348.

²²⁶ Se SOU 1997:22 s. 215.

²²⁷ Se SOU 1997:22 s. 349.

²²⁸ Det förtjänar dock att framhållas att flertalet sakkunniga i Aktiebolagskommittén var av åsikten att majoritetskravet skulle sänkas till 2/3 majoritet. Anledningen härtill skulle enligt de sakkunniga vara att det nuvarande majoritetskravet på 9/10 är systematiskt avvikande samt att det förefaller orimligt med krav på närmast enhällighet för vissa riktade emissioner och aktieöverlåtelser när samtidigt en bolagsstämma med enkel majoritet kan besluta om att sälja hela bolagets verksamhet. I likhet med här företrädd uppfattning finner inte heller de sakkunniga i övrigt några skäl för att upprätthålla ett orimligt och oproportionerligt högt majoritetskrav, som är ägnat att försvåra vällovliga transaktioner. Denna uppfattning delas dessutom av ett antal remissinstanser, bl.a. Juridiska fakultetsnämnden vid Stockholms universitet. Se SOU 1997:22 s. 438, samt Skog i Balans 10/97 s. 31.

²²⁹ Se SOU 1997:22 s. 219 och ovan 2.5.1.

förhållande till övriga anställda. Möjligtvis skall man inte förstå kommittén motsatsvis på denna punkt.

5 Konvertibla skuldebrev

5.1 Allmänt om konvertibelprogram

En annan form av aktierelaterade incitamentsprogram baseras på utgivandet av konvertibla skuldebrev till de anställda, s.k. personalkonvertibler. Denna incitamentsform var särskilt vanlig under 1980-talet då ungefärligen 200.000 personer deltog i dylika program.²³⁰ Intresset för att använda konvertibla skuldebrev som incitamentsprogram har emellertid minskat kraftigt under de senaste decennierna.²³¹ Istället har allt mer en övergång skett till någon form av optionsprogram. Den nedåtgående trenden har flera förklaringar, bl.a. upplevs själva konverteringen som omständlig.²³² Den viktigaste orsaken till det minskade intresset torde emellertid stå att finna i att deltagandet i ett konvertibelprogram förutsätter att den anställde lånar ut pengar till arbetsgivarbolaget.

Konvertibla skuldebrev är nämligen i många avseenden en annan rättighetstyp än optionen. Ett konvertibelt skuldebrev utgör närmast en mellanform mellan en aktie och en fordran. Rättigheten kan sålunda beskrivas som ett löpande skuldebrev, oftast löpande med fast ränta, med en därjämte tillhörande rätt för konvertibelinnehavaren att helt eller delvis konvertera (utbyta) sin fordran enligt skuldebrevet mot aktier i det låntagande bolaget, till en viss angiven konverteringskurs och under en viss angiven tidsperiod. Skillnaden mot teckningsoptioner framträder tydligt om man betänker att rätten till utbyte mot aktier inte kan avskiljas från det konvertibla skuldebrevet. Det är istället så att det är just själva skuldebrevet som är bärare av konverteringsrätten. Om konvertibellånet återbetalas kan således inte konverteringsrätten fortleva fristående. Visserligen behöver lånebeloppet varken vara identiskt med eller i övrigt förhålla sig på ett visst sätt till det vederlag (inklusive fordran) som skall erläggas i samband med konvertering. Låga lånebelopp kan således kombineras med en rätt att konvertera till högre summor. I sådana fall måste dock den eventuella skillnaden mellan lånebelopp och konverteringsvederlag erläggas vid utbytet mot aktier.²³³

Klart är emellertid att deltagande i ett konvertibelprogram vanligtvis, i en helt annan utsträckning än vad som gäller för övriga aktierelaterade incitamentsprogram, kommer att innebära att den anställde inte bara får en rätt till nyteckning av aktier utan också att den anställde lånar ut pengar till

²³⁰ Se Lombach, Cederlund s. 195.

²³¹ Omfattningen av konvertibelprogram i svenska börsbolag uppgick i mars 2001 till endast ett 40-tal börsbolag. Se Skog i Balans 4/2001 s. 28.

²³² Se Andersson, Bratteberg s. 129 ff.

²³³ Det torde emellertid vara mycket ovanligt att det nominella beloppet på ett konvertibelt skuldebrev inte överensstämmer med det totala vederlag som skall erläggas för nya aktier i samband med konvertering. Se 5 kap. 1 § ABL och Lombach, Cederlund s. 194.

arbetsgivarbolaget. Redan av den anledningen att de anställda ofta inte har medel tillgängliga som möjliggör en sådan långivning framstår konvertibelprogram som en mindre lyckad renodlad incitamentsform. Det förhållandet att arbetsgivarbolaget kan komma att bli den anställdes största gäldenär medför även i övrigt vissa betänkligheter. Även om långivningen, särskilt när den sker till större börsnoterade företag, får bedömas som relativt säker så är ofta konvertibellånen efterställda övriga lån.²³⁴ En eventuell konkurs kommer sålunda att resultera i att den anställde förlorar inte bara sin anställning utan också de pengar som utlånats till arbetsgivarbolaget. Många personalkonvertibler som utfärdades av företag inom bygg- och fastighetsbranschen blev också värdelösa till följd av konkurser i början av 1990-talet.²³⁵

Å andra sidan kommer den anställde, under förutsättning av att allt förlöper väl, kunna inkassera ränteinkomster intill dess konvertering eventuellt sker.

Fördelarna med konvertibla skuldebrev är dock mer att hänföra till bolagens kapitalanskaffning och möjligheten till säkrare placeringar för investerare än utfärdandet av incitamentsprogram. Detta skall behandlas mer ingående nedan. Utnyttjandet av konvertibla skuldebrev som en form av incitamentsprogram är också i huvudsak en svensk företeelse. Förklaringen torde främst stå att finna i skattemässiga överväganden.²³⁶

Då konvertering enligt skuldebrevet, liksom vad gäller vid nyteckning enligt en teckningsoption, fordrar att arbetsgivarbolaget nyemitterar aktier uppstår även en problematik avseende utspädning av nuvarande aktieägars aktieinnehav. Hänvisning kan ske till vad som anförts ovan angående detta problem. Även vad gäller de specifika problem som ligger i att konvertibla skuldebrev (och teckningsoptioner) intar en mellanställning i förhållande till sedvanlig långivning och aktieäggande kan hänvisning ske till framställningen ovan.²³⁷

Ett konvertibelt skuldebrev torde med anledning av de skillnader som föreligger i förhållande till en renodlad optionsrättighet inte kunna komma att betraktas som en personaloption. Däremot skulle man, liksom är fallet vad gäller teckningsoptioner, kunna tänka sig att personalkonvertibler, via upprättade sidoavtal, förenades med förfoganderättsinskränkningar i sådan mån att skuldebrevet inte anses förvärvat förrän fri förfoganderätt föreligger, vilket alltså kan få skattemässiga konsekvenser. Vad avser möjligheten att inkludera sådana inskränkningar i emissionsvillkoren kan hänvisning ske till vad som anförts ovan om kravet i ABL att emitterade skuldebrev skall vara löpande.²³⁸

²³⁴ Se Lombach, Cederlund s. 195.

²³⁵ Se Andersson, Bratteberg s. 131.

²³⁶ Se Lombach, Cederlund s. 195.

²³⁷ Se ovan 4.1.

²³⁸ Se ovan 4.1.1.

5.2 Rättslig reglering vid utfärdande av konvertibelprogram

Utfärdande av ett konvertibelprogram måste, liksom vad gäller teckningsoptioner, ske med iakttagande av reglerna i 5 kap. ABL och för aktiemarknadsbolagen dessutom Leo-lagen. Förklaringen härtill är att både konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner kan resultera i en ökning av bolagets aktiekapital. Utfärdandet av konvertibla skuldebrev sker således genom en emission.

ABL och Leo-lagen behandlar i flera avseenden emissioner av konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner tillsammans varför hänvisning i tillämpliga delar kan ske till vad som anförts ovan om den rättsliga regleringen vid utfärdande av teckningsoptioner.²³⁹ Särskilt gäller detta beslutsformerna, företrädesrätten, vad emissionsbesluten skall innehålla samt skyldigheten att upprätta emissionsprospekt.²⁴⁰ Nedan skall emellertid några påpekanden göras specifikt relaterade till konvertibelprogram.

Konvertibla skuldebrev skall ställas till innehavaren eller till viss man eller order och innehålla en utfästelse från bolaget att innehavaren har rätt att helt eller delvis utbyta sin fordran mot aktier i bolaget. Inom ramen för ett konvertibelprogram måste ett konvertibelt skuldebrev till en början innehålla bestämmelser som reglerar låneförhållandet mellan arbetsgivarbolaget och den anställde, så länge eventuell konvertering inte har skett, alltså bestämmelser om skuldebrevets nominella belopp, om ränta och om förfallotid.²⁴¹

Vidare skall skuldebrevet innehålla själva konverteringsutfästelsen. Denna skall ange dels vid vilken tid den anställde skall kunna begära konvertering, dels på vilka villkor en sådan konvertering skall ske. Konvertering kan givetvis endast påkallas av den anställde, inte av arbetsgivarbolaget.²⁴²

Det centrala konverteringsvillkoret är till vilken kurs konvertering skall ske, den s.k. konverteringskursen. Konvertering kan antingen ske så att ett visst antal skuldebrev utbytes mot ett visst antal aktier eller att aktierna vid utbytet beräknas till en viss i villkoren bestämd kurs och att skuldebreven sedan avräknas mot sitt nominella värde.²⁴³ Således behöver inte konvertering ta i anspråk hela skuldebrevets belopp.

Det är förenligt med ABL att utge konvertibla skuldebrev till underkurs, d.v.s. att emissionslikviden understiger skuldebrevets nominella belopp. Dock måste vid utbytet mot aktier konverteringsvederlaget minst uppgå till

²³⁹ Se ovan 4.2.

²⁴⁰ Den skillnaden föreligger att det skulle kunna tänkas att deltagande i ett konvertibelprogram sker mot erläggande av apportegendom, vilket inte är möjligt vad gäller teckningsoptionsprogram. Under sådana förhållanden finns det ingen företrädesrätt att beakta. Se 5 kap. 5 § ABL och Rodhe s. 56 och 61. Att anställda skulle delta i incitamentsprogram mot erläggande av apportegendom får emellertid bedömas som utomordentligt ovanligt.

²⁴¹ Se Rodhe s. 59.

²⁴² Se Rodhe s. 59.

²⁴³ Se Ericsson s. 17.

de erhållna aktiernas nominella belopp. Om en tidigare underkursemission beträffande skuldebrev medför att aktierna indirekt kan komma att utgivas till underkurs skall bristen fyllas kontant av den anställda vid konverteringen.²⁴⁴

Om den underliggande aktiens marknadsvärde vid den senaste tidpunkten för möjlig konvertering är lägre än konverteringskursen kommer den anställda inte påkalla konvertering till aktier, utan istället löses skuldebrevet till nominellt belopp. Konvertibelprogrammet har under sådana omständigheter inte medfört några positiva ekonomiska effekter för den anställda.

5.2.1 God sed på aktiemarknaden

Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden följer regleringen kring utfärdande av konvertibelprogram i allt väsentligt vad som gäller för teckningsoptionsprogram. AmN behandlar också i sitt senaste principuttalande de två incitamentsformerna tillsammans.²⁴⁵

Det är följaktligen samma principer som gäller här som vid teckningsoptionsprogram, med avseende på Leo-lagens analogt utvidgade tillämpningsområde, formerna för beslut, utspädningseffekter, prissättning, tilldelning samt styrelseledamöters deltagande i programmen.

Också i denna del kan således hänvisning ske till framställningen ovan.²⁴⁶

5.3 Analys av den rättsliga regleringen kring konvertibelprogram

Som framgått ovan har konvertibelprogram minskat i betydelse som incitamentsform på bekostnad av de olika optionsprogrammets starka framväxt. Att så är fallet framstår också som följdriktigt om man betänker att de fördelar som är förknippade med rättighetstypen främst är hänförliga till bolagens anskaffning av rörelsekapital.

Ur en långivares synvinkel har nämligen konvertibla skuldebrev den fördelen gentemot sedvanlig långgivning att två handlingsalternativ står öppna. För det fall att bolagets aktiekurs stiger kan konverteringsrätten utnyttjas och långgivaren blir därmed i egenskap av aktieägare delaktig i kursstegringen. Skulle istället bolagets verksamhet gå dåligt med medföljande sjunkande aktiekurs kan långgivaren stanna kvar i den säkrare positionen med löpande ränteinkomster på lånet.

²⁴⁴ Se Rodhe s. 61.

²⁴⁵ Se AmN 2002:01. För äldre praxis som mer specifikt behandlar konvertibla skuldebrev se särskilt AmN 1988:10, 1989:1, 1989:5 samt 1990:8.

²⁴⁶ Se ovan 4.2.1.

Det är med anledning av dessa egenskaper hos det konvertibla skuldebrevet som det utfärdande bolaget kan underlätta sin kapitalanskaffning. Det blir helt enkelt mer attraktivt att låna ut pengar till bolaget och räntan på lånet sätts dessutom vanligtvis lägre än om det rört sig om långivning utan konverteringsrätt.²⁴⁷

Ingen av dessa fördelar är dock av avgörande betydelse vid utfärdande av incitamentsprogram. Arbetsgivarbolaget är inte i första hand ute efter rörelsekapital och de anställda söker vanligtvis inte efter en flexibel form för utlåning.

Det kan dock finnas situationer då ett arbetsgivarbolag vill kombinera anskaffning av rörelsekapital med att introducera ett incitamentsprogram i verksamheten. Så kan exempelvis vara fallet när ett företag precis påbörjat sin verksamhet. Under sådana förhållanden är givetvis konvertibelprogram ett utmärkt alternativ.²⁴⁸ Det står nämligen klart att innehavet av konvertibla skuldebrev kan fungera som ett starkt incitament om konverteringskursen är välavvägd i förhållande till aktiekursen.

En realistisk förutsägelse är emellertid att konvertibelprogram även fortsättningsvis kommer att föra en relativt tynande tillvaro och att regleringen främst kommer att begagnas i enlighet med sitt huvudsyfte av kapitalanskaffning. Aktiebolagskommitténs förslag till ny aktiebolagslag innehåller inte heller några nyheter som kan sägas ha anknytning till en användning av konvertibla skuldebrev som incitamentsprogram.²⁴⁹

²⁴⁷ Se Rodhe s. 59 f.

²⁴⁸ Se Andersson, Bratteberg s. 129 f.

²⁴⁹ Möjligtvis med undantag för möjligheten att utfärda konvertibla skuldebrev som följer reglerna om enkla skuldebrev. Se SOU 1997:22 s. 349 och jmf ovan 4.3.1.

6 Syntetiska optioner

6.1 Allmänt om syntetiska optionsprogram

Syntetiska optionsprogram är en relativt sent tillkommen form av incitamentsprogram. De första syntetiska optionerna i Sverige torde ha utfärdats under 1992 och blev sedan under upptakten av 1990-talet en allt mer vanligt förekommande incitamentsform. Syntetiska optionsprogram till anställda har emellertid härefter minskat i omfattning.²⁵⁰ Förklaringen till detta kan sökas i negativ massmedial uppmärksamhet för de utfärdande bolagen, men också i att programmen har visat sig kostsamma då syntetiska optioner har en direkt påverkan på de utfärdande bolagens resultat.²⁵¹

Syntetiska optionsprogram skiljer sig i ett väsentligt avseende från övriga aktierelaterade incitamentsprogram – ett deltagande i programmet ger inte optionsinnehavaren någon rätt att vid en viss framtida tidpunkt förvärva aktier i arbetsgivarbolaget.²⁵² Inte desto mindre har syntetiska optionsprogram en stark koppling till det utfärdande bolagets aktier. Innehavet av en syntetisk option berättigar nämligen istället till ett kontant belopp (slutregleringslikvid) vid en bestämd framtida lösentidpunkt vars storlek baseras på värdeutvecklingen på det utfärdande bolagets aktier. Optionsinnehavaren har dessutom enligt optionsvillkoren vanligen rätt att under löptiden påkalla s.k. kvittning, varvid slutregleringslikviden skall motsvara optionens värde vid tidpunkten för kvittningen. Slutregleringslikviden bestäms till den del av den underliggande aktiens marknadsvärde som överstiger en på förhand i optionsvillkoren bestämd lösenkurs.²⁵³ Optionsrättigheten är i denna mening syntetisk eller konstgjord.

I övrigt är dock likheten med en vanlig köption påfallande, varför det synes berättigat att klassificera en syntetisk option som en syntetisk köption avseende aktier.²⁵⁴ Det finns ingen civilrättslig lagstiftning med direkt tillämplighet på utfärdandet av syntetiska optioner. En syntetisk option är istället, liksom en köption, i grunden ett avtal mellan två parter och kan därmed i princip utformas fritt efter parternas önskemål. I normala

²⁵⁰ Vad avser omfattningen av syntetiska optionsprogram i svenska börsbolag återfanns sådana program i mars 2001 i ungefärligen 40-50 börsbolag. Se Skog i Balans 4/2001 s. 28.

²⁵¹ Se Rutberg i SvSkt (98) s. 34.

²⁵² Begreppet syntetiska optioner har tidigare använts i annan betydelse, än den numera allmänt vedertagna, som inte utslöt att optionsinnehavaren gavs en rätt att förvärva existerande aktier. Det utmärkande för denna definition var istället att optionens underliggande värde inte motsvarade någon enskild existerande aktie, utan baserades på ett konstruerat (syntetiskt) värde som utgjordes av medelvärdet avseende en mängd aktier som alla kunde bli aktuella för lösen. Se för denna definition bl.a. Prop. 1990/91:142 s. 143.

²⁵³ Förfarandet med utbetalning av slutregleringslikvid benämns ibland stängning. Se AmN 1994:6.

²⁵⁴ Se för detta uttryckssätt Andersson, Bratteberg s. 56.

fall får också den anställde enligt avtalet erlægga en optionspremie för att få del av rättigheten.

Syntetiska optioner äger emellertid vissa specifika karaktärsdrag som gör att utfärdandet av syntetiska optionsprogram många gånger ter sig som en attraktiv lösning. Särskilt gäller detta för de mindre noterade aktiebolagen. Först och främst möjliggör konstruktionen för noterade bolag att själva, utan medverkan från en tredje part, ställa ut optioner kopplade till värdeutvecklingen på de egna aktierna. Det syntetiska inslaget medför nämligen att så kan ske utan att bolaget för den skull också behöver inneha den underliggande aktien. Som bekant finns fortfarande ingen möjlighet för noterade bolag att återköpa egna aktier.²⁵⁵

Vidare är en s.k. exit-möjlighet inbyggd i optionsavtalet som sådant. Den anställde som önskar realisera värdeökningen avseende den underliggande aktien i kontanter behöver inte söka en köpare då han automatiskt erhåller en kontant slutreglering av arbetsgivarbolaget vid lösentidpunkten. Inte heller behöver någon ytterligare betalning ske vid lösentidpunkten. Även detta är en stor fördel i mindre bolag där det inte alltid är helt lätt att finna köpare till aktierna.

Slutligen medför själva utgivandet av syntetiska optioner av lätt insedda skäl inte en utspädning avseende de nuvarande ägarnas aktieinnehav.²⁵⁶

Å andra sidan finns det också vissa negativa aspekter med syntetiska optionsprogram. Först det självklara att syntetiska optioner inte kan användas om syftet med incitamentsprogrammen är att de anställda verkligen skall bli aktieägare i bolaget.

Mer centralt är dock det faktum att den slutregleringslikvid som arbetsgivarbolaget kan komma att behöva betala ut direkt kommer att belasta bolagets resultat. Detta kan medföra betydande kostnader. Detta problem återfinns inte hos övriga aktierelaterade incitamentsprogram. Om ett incitamentsprogram exempelvis genomförs via återköp av egna aktier eller via en nyemission av aktier kommer eventuella kostnader istället direkt att belasta hela ägarkollektivet²⁵⁷

²⁵⁵ Se ovan 3.3 och 3.4.

²⁵⁶ Till dessa ovan angivna fördelar med syntetiska optioner tillkommer en möjlighet för den anställde att under vissa förutsättningar undgå beskattning enligt de särskilda fåmansbolagsreglerna (de s.k. 3:12 reglerna) i de fall dessa annars hade aktualiserats. Om de utfärdade syntetiska optionerna avser aktier i ett annat bolag än utfärdarens skall enligt regeringsrätten beskattning inte ske enligt fåmansbolagsreglerna. Samtidigt är det tydligt att en incitamentsstruktur ändå kan bibehållas om det utfärdande bolaget och det bolag vars aktier de syntetiska optionerna är kopplade till tillhör samma koncern. Se vidare RÅ 1997 ref. 71, Rutberg i SvSkt (98) s. 41 f. samt Andersson, Bratteberg s. 67 f.

²⁵⁷ Jmf dock ovan 3.3 och det fallet att ett köptionsprogram utfärdas utan att bolaget dessförinnan återköpt nödvändigt antal aktier. En sådan situation är i detta hänseende närmast att likställa med utgivandet av syntetiska optioner. Tilläggas skall också att i de fall ett köptionsprogram genomförs av en huvudaktieägare i arbetsgivarbolaget kommer eventuella kostnader endast att belasta denna ägare, hur mycket beror på storleken av den ekonomiska hjälp som erhålles från arbetsgivarbolaget.

Numera kombineras därför ofta utfärdandet av syntetiska optionsprogram med finansiella säkringsåtgärder (hedges).²⁵⁸ Sådana säkringsåtgärder kan utföras exempelvis genom förvärv och sedermera överlåtelse av egna aktier, genom emission av aktier, konvertibla skuldebrev eller teckningsoptioner eller genom s.k. swap-avtal med ett värdepappersinstitut. Beroende på vilken metod som används kan därför även syntetiska optionsprogram i förlängningen, i kombination med hedge-åtgärderna, leda till en utspädningseffekt.²⁵⁹

Att genomföra ett syntetiskt optionsprogram är tämligen enkelt. Först upprättas ett optionsavtal mellan arbetsgivarbolaget och den anställde varvid eventuell optionspremie erläggs i utbyte mot optionsrättigheten. Optionsinnehavaren har sedan att antingen invänta lösentidpunkten för att påkalla utfående av eventuell slutregleringslikvid eller om möjligt överlåta rättigheten till någon annan. Det är vanligtvis så att det är arbetsgivarbolaget som är utfärdare av det syntetiska optionsprogrammet. Det går dock att genomföra programmet på olika sätt, med exempelvis ett koncernbolag eller till och med en extern part som utfärdare.²⁶⁰ Givetvis måste ändock de utfärdade optionerna ha någon anknytning till arbetsgivarbolaget för att kunna klassificeras som ett renodlat incitamentsprogram.

Syntetiska optioner utformas vanligtvis som ett värdepapper.²⁶¹ Då en syntetisk option är ett oregrerat avtalsinstrument finns det emellertid inget som hindrar att i optionsavtalet inkludera förfoganderättsinskränkningar, som exempelvis förköps- eller tvångsförsäljningsklausuler. Det är således fullt möjligt att utforma villkoren på så sätt att den syntetiska optionen inte kan anses utgöra ett värdepapper.²⁶² Trots detta torde inte en syntetisk option skatterettsligt kunna komma att klassificeras som en personaloption. Anledningen härtill är att en sådan klassificering kräver att den erhållna optionsrättigheten innebär en rätt att i framtiden få förvärva aktier (värdepapper).²⁶³ Då en syntetisk option inte innefattar en sådan rätt kan inte heller de skattemässiga personaloptionsreglerna tillämpas.²⁶⁴

För arbetsgivarbolaget är det likväl positivt att utgivandet av syntetiska optionsprogram innefattar möjligheten att via förfoganderättsinskränkningar skapa en inlåsningsseffekt.

²⁵⁸ Se Rutberg i SvSkt (98) s. 34.

²⁵⁹ Se AmN 2002:01.

²⁶⁰ Se Andersson, Bratteberg s. 58.

²⁶¹ Angående detta begrepp se ovan 2.6.1.

²⁶² För det fall att den syntetiska optionen betraktas som ett värdepapper kan anmärkas att inkomstbeskattning kommer att ske i inkomstslaget kapital. Detta trots att optionen innebär en rätt att i framtiden förvärva kontanter och därför i detta avseende innehar stora likheter med rena bonussystem och tantiem, som beskattas i inkomstslaget tjänst. Se vidare angående detta bl.a. Liljeborg s. 582 och 586.

²⁶³ Se ovan 2.6.1.

²⁶⁴ Konsekvensen blir att syntetiska optioner, som inte kvalificerar sig som värdepapper, kommer att utgöra en egen grupp i skattehänseende. Se vidare angående detta Andersson, Bratteberg s. 63 f.

I doktrin har påpekats att utfärdandet av syntetiska optionsprogram riskerar att leda till att det utfärdande bolaget och optionsinnehavaren hamnar i en cirkel. Resonemanget går ut på att värdet av de syntetiska optionerna är beroende av värdet på bolagets aktier, ju större värdet är på de syntetiska optionerna desto större blir bolagets skuld med anledning av optionerna, varför värdet på bolagets aktier i sin tur måste vara beroende på värdet på de syntetiska optionerna. Således innebär utfärdandet av syntetiska optioner uppkomsten av en cirkel.²⁶⁵ När bolaget skriver upp en skuldförbindelse enligt utfärdade syntetiska optioner, med anledning av positiv värdeförändring på aktien, bör samtidigt värdet på aktien sjunka, vilket då egentligen skulle motivera en nedskrivning av skuldförbindelsen, osv. i all oändlighet.

Logiken i resonemanget kan visserligen inte bestridas men problemet skall nog samtidigt inte överdrivas. Värdet på ett bolags aktier är nämligen beroende av så många andra faktorer än utfärdade syntetiska optioner. Ofta kan dessutom förmodas att de syntetiska optionerna är kopplade till en objektivt konstaterbar börskurs som således kan tjäna som mått på aktiens värde. I sådana fall får problemet, om än teoretiskt riktigt, inte någon praktisk relevans.

En annan sak är att om överhuvud inte någon justering sker av skuldförbindelserna intill dess att lösen påkallas, trots att bolaget genomgått en avsevärd värdeökning sedan utfärdandet, så kommer bolaget enligt redovisningen i praktiken att skylta med ett omotiverat högt värde. Det gäller sålunda att finna en acceptabel medelväg mellan de två ytterligheterna av oändlig uppdatering och att överhuvud inte uppdatera bolagets resultat. Så länge redovisningen kontinuerligt justeras med anledning av de fluktuerande värdena på optionerna kan nog översiktlighet och riktighet bibehållas.²⁶⁶

Avslutningsvis skall det kort framhållas att utfärdandet av syntetiska optioner inom ramen för ett incitamentsprogram skulle kunna komma att betraktas som en vederlagsfri utbetalning till tredje man. För att så inte skall vara fallet måste det utfärdande bolaget erhålla något som betingar samma värde som den givna utfästelsen att betala ut en lösensumma i framtiden. Detta åstadkoms, som framgått, ofta genom att deltagarna i incitamentsprogrammen erlagger en marknadsmässigt bestämd premie. Behållningen kan emellertid också bestå i att bolaget förväntar sig att bli kompenserat genom hårdare och mer effektivt affärsmässigt betingat arbete från de anställdas sida.²⁶⁷ Om den erlagda premien är lägre än marknadsvärdet och dessutom inget hindrar de berörda anställda från att avsluta sin anställning med bibehållna rättigheter enligt utfärdade syntetiska optioner kan emellertid ifrågasättas om inte förfarandet är att bedöma som

²⁶⁵ Se Rodhe s. 65.

²⁶⁶ Jmf Andersson, Bratteberg s. 70.

²⁶⁷ Samma principiella resonemang skulle kunna anföras vad gäller köptionsprogram, måhända inte alltid lika uppenbart då det i dessa fall inte rör sig om utfäendet av en kontant slutregleringslikvid, se ovan 3.2. Jmf också ovan under avsnitt 4.2.1 och vad som där anförts om utfärdande av teckningsoptionsprogram till priser under marknadsvärdet.

förtäckt utdelning. Under förutsättning av att utfärdandet i dylika fall bedöms som en löneförmån, med medföljande skattekonsekvenser, torde dock så inte vara fallet.²⁶⁸

6.2 Rättslig reglering vid utfärdande av syntetiska optionsprogram

Som framgått omgärdas utfärdandet av syntetiska optionsprogram överhuvud inte av någon direkt tillämplig civilrättslig lagstiftning. Förklaringen till detta kan främst sökas i instrumentets konstgjorda karaktär. Utfärdandet av syntetiska optioner medför nämligen varken något emissionsliknande förfarande eller resulterar i en framtida aktieöverlåtelse. Således aktualiseras regelverken varken i ABL eller Leo-lagen. Syntetiska optionsprogram är därmed det aktierelaterade incitamentsprogram som kan utfärdas med iakttagande av minst formella krav.

Vad som finns att beakta i detta avseende är endast de allmänna bestämmelser om bolagsorganans kompetensfördelning som ABL uppställer. Vad då först avser kompetensfördelningen mellan bolagsstämman och styrelsen får utfärdandet av syntetiska optionsprogram anses falla inom styrelsens kompetensområde.²⁶⁹ Beslut om incitamentsprogram baserade på syntetiska optioner kan således från aktiebolagsrättsliga utgångspunkter fattas av styrelsen.²⁷⁰ I vissa situationer kan även tänkas att utfärdandet av syntetiska optionsprogram faller inom den löpande förvaltningen, varför VD ensam skulle kunna ta beslut om ett sådant utfärdande.

Syntetiska optionsprogram av större omfattning medför dock ofta en betydande ekonomisk risk för bolaget och bär dessutom många gånger inslag av strategiska överväganden. Under sådana förhållanden bör beslut om utfärdande tagas av styrelsen.²⁷¹ Särskilt gäller detta program som riktar sig till ledande befattningshavare. Om styrelsen finner det påkallat kan frågan hänskjutas till bolagsstämman för avgörande.

Att märka är att styrelsen vid sitt beslutsfattande givetvis har att beakta likhetsprincipen och den aktiebolagsrättsliga generalklausulen i 8 kap. 34 § ABL.

²⁶⁸ Jmf Reportage från Finforum 1994 i Balans 1/95 s. 4 ff.

²⁶⁹ Styrelsen svarar enligt 8 kap. 3 § ABL för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter, till vilket utfärdandet av incitamentsprogram får anses höra. Inget hindrar givetvis bolagsstämman från att på egen hand besluta om utfärdande av syntetiska incitamentsprogram. Skulle aktieägarna i ett enskilt bolag vilja ha en annan ordning för beslut om utfärdande av syntetiska optioner kan stämman på förhand föranstalta därom.

²⁷⁰ Se AmN 2002:01.

²⁷¹ Se Skog i Balans 2/2000 s. 20 och Andersson, Bratteberg s. 61.

6.2.1 God sed på aktiemarknaden

Aktiemarknadsbolagen har emellertid även vad gäller utfärdandet av syntetiska optionsprogram att beakta AmN:s praxis avseende god sed på aktiemarknaden. Mot bakgrund av att syntetiska optioner inte ger förvärvaren någon rätt att förvärva aktier i det utfärdande bolaget samt att syntetiska optioner ofta inte heller är avsedda att bli föremål för handel, var nämndens ursprungliga inställning dock att syntetiska optionsprogram inte hade en sådan tillräcklig anknytning till aktiemarknaden som krävs för att nämnden skall ha anledning att uttala sig. AmN övergav emellertid sitt initiala motstånd, kanske främst med anledning av det behov som uppenbarligen fanns av att ett opartiskt organ uttalade sig i frågan.²⁷² Det senaste principuttalandet från AmN omfattar således även syntetiska optionsprogram.²⁷³

Vad först avser beslutsformerna kan anföras att AmN inte anser att utfärdandet av syntetiska optionsprogram innebär ett kringgående av Leo-lagstiftningen. Det finns därmed inte heller någon anledning att från synpunkten av god sed på aktiemarknaden kräva att Leo-lagens beslutskrav skall iakttagas även vid syntetiska optionsprogram.²⁷⁴ Enligt AmN:s mening står det inte heller i strid med god sed på aktiemarknaden att beslut om utfärdande av syntetiska optioner som huvudregel fattas av styrelsen. Under sådana förhållanden är styrelsen garant för att programmet i fråga vad gäller exempelvis kostnader och tilldelning är utformat på ett sätt som ligger i aktieägarnas intresse och svarar mot god sed på aktiemarknaden. En annan sak är att om ett planerat syntetiskt optionsprogram är mycket stort och kan förväntas få väsentlig betydelse för bolaget, exempelvis genom att kostnaderna för programmet påtagligt kan komma att inverka på bolagets resultat, kan det vara lämpligt att programmet föreläggs bolagsstämman för avgörande.²⁷⁵

Som framgått ovan kan ibland utfärdandet av ett syntetiskt optionsprogram kombineras med säkringsåtgärder i syfte att begränsa bolagets riskexponering. Sådana arrangemang kan vara av det slaget att beslut måste tagas på bolagsstämma. Så är exempelvis fallet om det syntetiska optionsprogrammet kombineras med en emission av aktier, konvertibla skuldebrev eller teckningsoptioner. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden bör sådana emissioner fattas med beaktande av Leo-lagens beslutskrav.²⁷⁶

²⁷² Se AmN 1994:6.

²⁷³ Se AmN 2002:01. I uttalandet omnämns den starka kopplingen till den underliggande aktien som en särskild anledning till att nämnden tar upp frågan om god sed på aktiemarknaden även i förhållande till syntetiska optioner.

²⁷⁴ Se Skog i Balans 2/2000 s. 20.

²⁷⁵ Se AmN 2002:01.

²⁷⁶ Se vidare AmN 2002:01

Den mest centrala frågeställningen vid utfärdandet av syntetiska optionsprogram är kostnadsfrågan. Incitamentsprogram baserade på syntetiska optioner kännetecknas nämligen som ovan påpekats av att de kontantavräknas mot bolagets resultat. En sådan kontantavräkning kan medföra betydande kostnader för bolaget. Från synpunkten av god sed på aktiemarknaden är det därför angeläget att aktieägarna får information om hur stora kostnader som programmet kan komma att medföra vid olika antaganden om aktiens framtida kursutveckling. Av särskilt stor vikt är också information om de eventuella arrangemang som bolaget kan ha vidtagit för att begränsa sin risk med anledningen av det syntetiska optionsprogrammet.²⁷⁷

Liksom vad gäller vid utfärdandet av teckningsoptionsprogram bör aktieägarna också, om konstruktionen så medger, bli informerade dels om optionernas faktiska eller beräknade marknadsvärde, dels om bolagets eventuella subventionering av optionsprogrammet. I bolag vars aktier inte är föremål för notering eller tillförlitlig kursbildning bör värderingen utföras av en oberoende expert.²⁷⁸

Vad gäller god sed på aktiemarknaden beträffande tilldelningens storlek och styrelseledamöters deltagande gör sig samma synpunkter gällande för syntetiska optionsprogram som vad gäller för teckningsoptionsprogram, varför hänvisning i denna del kan ske till framställningen ovan.²⁷⁹

Med anledning av att syntetiska optionsprogram stundtals har varit föremål för hård kritik i massmedia och från allmänheten, kan det tyckas att en särskild försiktighet skall iakttas vid utformandet av programmen. AmN har också uttalat att sådan återhållsamhet bör iakttas att allmänhetens förtroende för näringslivet och därmed även för aktiemarknaden upprätthålls.²⁸⁰ Vidare är det enligt nämnden, med hänsyn tagen till allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, viktigt att aktiemarknadsbolag och ledande befattningshavare med kännedom om sådan väsentligt kurspåverkande information som ännu inte har nått marknaden, avstår från transaktioner med syntetiska optioner, innan informationen offentliggjorts.²⁸¹

Till detta kan tilläggas att det i vissa fall kan vara lämpligt att försöka begränsa effekterna av syntetiska optionsprograms påverkan på bolagets resultat och ställning. Så kan ske genom att i optionsvillkoren inta bestämmelser som begränsar storleken på den slutregleringslikvid som kan komma att utbetalas i samband med lösen av optionerna.²⁸²

²⁷⁷ Se AmN 2002:01.

²⁷⁸ Se AmN 2002:01.

²⁷⁹ Se ovan 4.2.1.

²⁸⁰ Se AmN 1994:6.

²⁸¹ Se AmN 1994:6. Att handla med syntetiska optioner på basis av ännu inte offentliggjord information skulle i vissa lägen närmast vara att likställa med insiderhandel. Sådana transaktioner borde enligt här företrädd uppfattning förbjudas via lagstiftning. Jmf insiderlagen samt definitionen av finansiellt instrument i 1 § lagen om handel med finansiella instrument.

²⁸² Jmf Lombach, Cederlund s. 199.

6.3 Analys av den rättsliga regleringen kring syntetiska optionsprogram

Det kan i förstone framstå som det inte finnas någon rättslig reglering att analysera kring utfärdandet av syntetiska optionsprogram emedan konstruktionen är en civilrättsligt oreglerad avtalslösning. Under förutsättning av att inte grundläggande associationsrättsliga bestämmelser, som exempelvis borgenärs- och minoritetsskyddsaspekter samt bolagsorganens kompetensfördelning, träds för när framstår en sådan ordning som ändamålsenlig. Lagstiftarens uppmärksamhet behöver inte påkallas i onödan. Konstruktionen med incitamentsprogram baserade på syntetiska optioner skulle således som helhet falla inom ramen för avtalsfriheten.

Inom doktrin har dock ifrågasatts huruvida utfärdandet av syntetiska optioner står i överensstämmelse med tvingande bestämmelser i ABL.²⁸³ Anledningen härtill skulle vara förbudet i 7 kap. 26 § ABL mot s.k. delägardebentures, med vilket avses en skuldförbindelse där värdet på kapitalbeloppet är beroende av företagets ekonomiska ställning. Förbudet kan tyckas träffa även utfärdandet av syntetiska optioner vars värde otvivelaktigt måste anses beroende av företagets ekonomiska ställning genom sin omedelbara koppling till aktiekursen. Om ovanstående vore riktigt skulle således syntetiska optionsprogram i grunden vara ogiltiga. En ordning som minst sagt framstår som otillfredsställande.

Riktigheten i resonemanget kan dock ifrågasättas. Först av den mer empiriska anledningen att konstruktionen med syntetiska optioner uppenbarligen används av näringslivet i inte obetydlig omfattning och därtill accepteras av AmN som förenligt med god sed på aktiemarknaden. Om konstruktionen med syntetiska optionsprogram verkligen vore oförenlig med ABL framstår en sådan acceptans som högst anmärkningsvärd.

Men även regeltekniska invändningar kan framföras mot ståndpunkten att 7 kap. 26 § ABL förhindrar utfärdandet av syntetiska optioner. Vad 7 kap. 26 § ABL förbjuder är upptagande av penninglån på villkor att lånet skall återbetalas på annat sätt än med ett nominellt penningbelopp eller med ett penningbelopp som bestäms med hänsyn till förändringar i penningvärdet. Enligt här företrädd uppfattning innebär emellertid inte utfärdandet av syntetiska optioner att det utfärdande bolaget lånar pengar, varför inte heller förbudet torde aktualiseras.²⁸⁴

²⁸³ Se Rodhe s. 64 f.

²⁸⁴ Ett penninglån torde nämligen kunna beskrivas som en försträckning av en penningssumma med skyldighet för låntagaren att återbetala samma belopp, eventuellt med ränta, eller i vart fall att återbetalning skall ske med ett belopp som på något vis beräknas med utgångspunkten tagen i det ursprungligen försträckta beloppet. Ingen av dessa kriterier synes uppfylla vad gäller syntetiska optioner,

Visserligen kan innehavet av en syntetisk option likställas med innehavet av en villkorad skuldförbindelse emedan innehavet i båda fallen (eventuellt) berättigar till utfäendet av ett kontant belopp. Skuldförbindelser kan emellertid utges eller uppkomma även utan att det är fråga om långivning, vilket det finns otaliga exempel som belyser.²⁸⁵ Vad gäller syntetiska optioner uppstår skuldförbindelsen genom att bolaget säljer ett värdepapper som eventuellt i framtiden kan medföra en rätt till en kontant slutregleringslikvid. Något penninglån upptas emellertid inte, vilket framgår om man betänker att den enda ersättning som det utfärdande bolaget eventuellt erhåller är en optionspremie, som därtill inte kommer att återbetalas.

Då förbudet gällde upptagande av penninglån och inte utfärdande av skuldförbindelser tycks inte syntetiska optioner träffas av förbudet. På sin höjd kan tänkas att en teleologisk lagtolkning av lagrummet berättigar till en analogisk tillämpning på utfärdandet av syntetiska optioner.²⁸⁶ Enligt här företrädd uppfattning torde emellertid så inte vara fallet.

Oavsett hur det förhåller sig med ovanstående förtjänar att anmärkas att Aktiebolagskommittén i sitt förslag till ny aktiebolagslag föreslagit att aktiebolag skall tillåtas att ta upp kapitalandelslån, vilket vid genomförande definitivt kommer att innebära ett slut för förbudet mot delägardebentures. Under sådana förhållanden kan inte heller utfärdandet av syntetiska optionsprogram ifrågasättas som oförenligt med ABL.

Förbudet mot delägardebentures motiverades främst med att innehavaren av ett sådant värdepapper i realiteten intar samma ställning som en aktieägare men utan möjlighet att delta i bolagets förvaltning och utan möjlighet att åberopa några av de skyddsregler som gäller för aktieägare.²⁸⁷ En sådan ordning ansågs inte vara önskvärd.²⁸⁸ Aktiebolagskommittén framhåller emellertid att om en långivare löper risker likartade dem som tillkommer en aktieägare, får bolaget betala för detta i form av högre kapitalkostnader. En långivare kommer nämligen via lånevillkoren att kompensera sig för den ökade risken. Det torde därför med Aktiebolagskommitténs synsätt inte finnas anledning att begränsa bolagens rätt att ta upp kapitalandelslån med hänsyn till långivarna.²⁸⁹ Det finns all anledning att ansluta sig till ett sådant

²⁸⁵ Som exempel kan nämnas att skuldförbindelser torde kunna uppkomma genom benefika rättshandlingar, eller såsom ett resultat av en lämnad villkorad förpliktelse i samband med ställande av säkerhet för uppfyllande av avtalsmässiga åtaganden. Skuldförbindelser torde också kunna säljas. Jmf kreditgivning vid avbetalningsköp.

²⁸⁶ Jmf Rodhe s. 65. Rodhe talar om att lagstiftaren genom 7 kap. 26 § ABL indirekt har förbjudit bolagen att ge ut skuldförbindelser vilkas värde är beroende av bolagets ekonomiska ställning. Varför lagstiftaren indirekt kan sägas ha gjort detta framgår dock ej.

²⁸⁷ Även i detta avseende framstår det som orimligt att 7 kap. 26 § ABL skall lägga hinder i vägen för ett utfärdande av syntetiska optioner. Ett innehav av en syntetisk option kan nämligen inte likställas med innehavet av en röstlös aktie, emedan det inte på samma vis är fråga om någon penningplacering som motiverar förekomsten av skyddsregler.

²⁸⁸ Se Prop. 1975:103 s. 221. Förbudet mot delägardebentures står således i konsekvens med principen att röstlösa aktier inte får förekomma. Se vidare Nial s. 218 f. och Rodhe s. 70 ff.

²⁸⁹ Se vidare SOU 1997:22 s. 233.

synsätt. Ur ett internationellt perspektiv framstår förbudet mot delägardebentures idag endast som ett onödigt hinder för svenskt näringsliv att konkurrera på lika villkor och samtidigt som ett uttryck av förmynderi från lagstiftarens sida.

Enligt förslaget skall dock beslut om upptagande av kapitalandelslån fattas av bolagstämman eller, efter bolagstämmans bemyndigande, av styrelsen.²⁹⁰

Om utfärdandet av syntetiska optioner är att likställa med upptagande av ett kapitalandelslån skulle således beslut som syntetiska optionsprogram behöva förankras hos bolagstämman. En sådan ordning avviker från vad som idag anses gälla beträffande styrelsens kompetens att ta beslut om utfärdandet av syntetiska optionsprogram.²⁹¹

Närmare till hands ligger dock att, som ovan anförts, antaga att syntetiska optioner inte är att likställa med ett kapitalandelslån. Den förslagna lagtexten ger lika lite som tidigare stöd för att utfärdande av skuldförbindelser mot betalning är att jämföra med upptagande av kapitalandelslån. Lagtexten talar istället explicit om upptagande av lån och återbetalning.²⁹² Den omständigheten att inte heller syntetiska optioner omnämns i motiveringen till förslaget talar också för att utfärdande av syntetiska optioner inte skall omfattas av bestämmelsen.²⁹³

En annan sak är att ett sådant krav möjligen kunde vara berättigat. Kravet på att beslut om upptagande av kapitalandelslån skall fattas av bolagstämman motiveras nämligen med att sådana lån kan belasta bolaget och begränsa utrymmet för framtida utdelning på ett betänkligt sätt.²⁹⁴ Samma hänsyn gör sig emellertid gällande även vid utfärdande av syntetiska optioner. Det förefaller också märkligt att just utfärdandet av syntetiska optionsprogram skall behandlas annorlunda i förhållande till övriga aktierelaterade incitamentsprogram, där betydligt strängare beslutskrav gäller. En mer konsekvent reglering skulle därför kunna sägas vara att tillåta bolag att utfärda syntetiska optionsprogram, men att liksom vad gäller kapitalandelslån kräva att beslutet om utfärdande fattas av bolagsstämman.

²⁹⁰ Samma ordning gäller redan i dag enligt 7 kap. 26 § ABL beträffande upptagande av s.k. vinstandelslån eller lånedebutures där storleken på räntan är beroende av bolagets vinst eller utdelning.

²⁹¹ Se ovan 6.2.

²⁹² Se SOU 2001:1 s. 90, 10 kap. 10 § i författningsförslaget.

²⁹³ Se SOU 1997:22 s. 231 ff.

²⁹⁴ Se SOU 1997:22 s. 234.

7 Sammanfattande diskussion

7.1 Skillnader och likheter mellan de olika aktierelaterade incitamentsprogrammen

I framställningen ovan har den civilrättsliga regleringen kring fyra olika aktierelaterade incitamentsprogram presenterats. Nedan skall ett försök göras att åskådliggöra ett antal relevanta skillnader och likheter programmen emellan som framkommit genom den företagna undersökningen.

Vad först avser vilka regler som finns att beakta vid utfärdandet av incitamentsprogrammen kan två grupper urskiljas; de program som i grunden utgörs av ett obligationsrättsligt avtal, samt de program som utfärdas med beaktande av ABL:s regler om tillskottsemissioner. Till den första gruppen hör köptionsprogram och syntetiska optionsprogram och till den andra gruppen hör således teckningsoptionsprogram och konvertibelprogram. Uppdelningen försvåras emellertid av det faktum att ABL:s regler måste beaktas även vid utfärdande av köptionsprogram som baseras på egna återköpta aktier.

Köptionsprogram och syntetiska optionsprogram har det gemensamt att utfärdandet inte regleras av någon specifik civilrättslig lagstiftning samt att någon nyemission inte behöver ske för att uppfylla åtagandena enligt programmen. Följande gemensamma egenskaper programmen emellan kan tillskrivas detta förhållande.

- Beslutskraven vid utfärdande följer som huvudregel ABL:s allmänna regler om kompetensfördelningen mellan bolagsorganen.
- Det utfärdande bolaget behöver inte vara det bolag vars aktier programmen avser.
- Incitamentsprogrammen kan vid utfärdandet förenas med förfoganderättsinskränkningar.
- Någon utspädningseffekt av aktieägarnas aktieinnehav till följd av programmen är inte aktuell.

Olikheterna programmen emellan är dock mer framträdande än likheterna. Anledningen härtill kan sökas i det förhållandet att köptionsprogram till skillnad från syntetiska optionsprogram medför en rätt till förvärv av den underliggande aktien. Följande skillnader hänförliga till syntetiska optionsprogram förtjänar att påpekas i detta avseende.

- Syntetiska optionsprogram medför inte en rätt till förvärv av den underliggande aktien utan istället en rätt till en kontant slutregleringslikvid.

- Vid utfärdandet av syntetiska optionsprogram behöver således inte det utfärdande bolaget ha tillgång till den underliggande aktien.
- Syntetiska optionsprogram innehar en inbyggd exit-möjlighet för optionsinnehavaren.
- Den slutregleringslikvid som det utfärdande bolaget kan komma att betala vid syntetiska optionsprogram kommer direkt att belasta bolagets resultat.
- Syntetiska optionsprogram medför inte delägarskap.

Den omständigheten att det utfärdande bolaget vid köptionsprogram måste ha tillgång till den underliggande aktien medför dessutom att det för aktiemarknadsbolag som utfärdar köptionsprogram bl.a. tillkommer, beroende på valt tillvägagångssätt, följande aspekter att beakta.

- Vid den efterföljande aktieöverlåtelsen till följd av programmet kan Leo-lagens beslutskrav komma att aktualiseras.
- Om arbetsgivarbolaget själv vill stå som utfärdare måste ABL:s regler om återköp av egna aktier beaktas, vilka i allt väsentligt följer vad som gäller vid en nyemission.

Både vid utfärdandet av köptionsprogram och syntetiska optionsprogram skall emellertid aktiemarknadsbolagen beakta AmN:s praxis avseende god sed på aktiemarknaden.

Vad sedan gäller teckningsoptionsprogram och konvertibelprogram företer dessa, med anledning av sin delvis gemensamma reglering i ABL, flera likheter sinsemellan. Även Leo-lagens regelverk har samma tillämpning avseende de två programmen. Detta innebär bl.a. att beslutskraven vid utfärdande är tämligen stränga. De viktigaste gemensamma punkterna kan sammanfattas enligt nedan, att jämföra med vad som gäller för köptionsprogram och syntetiska optionsprogram.

- Det finns risk för utspädning av aktieägarnas aktieinnehav då utfärdandet kan komma att resultera i att nya aktier emitteras.
- Endast det bolag vars aktier programmen avser kan utfärda sagda program.
- Beslut om utfärdande måste fattas av bolagsstämman.
- Aktiemarknadsbolag har att iakttaga Leo-lagens beslutskrav om 9/10 majoritet, samt AmN:s praxis avseende god sed på aktiemarknaden.
- Övriga bolag har att iakttaga ABL:s regler om aktieägarnas företrädesrätt och beslutskrav om 2/3 majoritet.
- Förfoganderättsinskränkningar torde endast kunna återfinnas i separat upprättade sidoavtal.

Teckningsoptionsprogram och konvertibelprogram uppvisar emellertid även vissa skillnader sinsemellan. Den mest centrala skillnaden består i att konvertibelprogram, i motsats till samtliga övriga här behandlade

aktierelaterade incitamentsprogram, inte baseras på någon renodlad optionsrättighet. Det konvertibla skuldebrevet innebär istället att innehavaren har rätten att utbyta sin fordran enligt skuldebrevet mot aktier i bolaget. Konvertibla skuldebrev äger emellertid flera av de egenskaper som allmänt sett utmärker optionsrättigheter, såsom exempelvis en i förväg bestämd lösenkurs/konverteringskurs och en rättighet men inte en skyldighet till lösen/konvertering.

Teckningsoptioner å andra sidan är en typisk optionsrättighet. I många avseenden kan innehavet av en teckningsoption liknas vid innehavet av en vanlig köption, med den skillnaden att teckningsoptionen berättigar till nyteckning av aktier och inte förvärv av redan tidigare befintliga aktier.

Samtliga här behandlade aktierelaterade incitamentsprogram, med det undantaget att onoterade bolag inte själva kan ombesörja ett köptionsprogram, kan utfärdas av arbetsgivarbolaget på egen hand utan assistans av en tredje part. Trots detta är det inte ovanligt att en tredje part anlitas för att underlätta genomförandet. Speciellt gäller detta teckningsoptionsprogram, konvertibelprogram och köptionsprogram.

Vad gäller teckningsoptionsprogram och konvertibelprogram är det den s.k. dotterbolagslösningen som i sådana fall aktualiseras. Vid utfärdandet av köptionsprogram är det istället vanligen en huvudaktieägare som medverkar vid genomförandet i egenskap av utfärdare av programmen.

Dotterbolagslösningen underlättar genomförandet genom att minska det administrativa krånglet för de anställda och möjliggör dessutom för arbetsgivarbolaget att via dotterbolaget bygga upp ett lager av optionsrättigheter att använda vid senare incitamentsprogram. Att anlita en huvudaktieägare till att utfärda köptionsprogram har sin förklaring i det förbud, alternativt de omständliga regler, som gäller för återköp av egna aktier.

Att anlita en tredje part är emellertid inte lika vanligt förekommande vid syntetiska optionsprogram, men även här kan stundtals ett annat bolag inom koncernen eller till och med en extern part anlitas, bl.a. av skattemässiga skäl.

Vad sen angår de olika syften arbetsgivarbolaget vill uppnå genom att introducera ett aktierelaterat incitamentsprogram i verksamheten så uppvisar de olika programmen av naturliga skäl stora likheter härvidlag. Det faktum att programmen är just aktierelaterade, med de specifika egenskaper detta medför, utgör utan jämförelse både den främsta anledningen till att använda sig av programmen i fråga och den gemensamma nämnaren programmen emellan. Följande kan dock noteras.²⁹⁵

Om arbetsgivarbolaget är särskilt angeläget om att skapa en inlåsnings effekt för den anställde (benämns stundtals gyllene handfängsel) skall, allt annat lika, ett program väljas som med lätthet kan förenas med förfoganderättsinskränkningar. Även om samtliga program torde inneha

²⁹⁵ Skattemässiga överväganden, som givetvis är av stor vikt, lämnas här utanför behandlingen. Hänvisning kan i vissa delar ske till vad som anförts ovan under 2.6.2.

sådana förutsättningar är det ändå tydligt att avsaknaden av civilrättslig reglering underlättar införandet av förfoganderättsinskränkningar vid genomförandet av köptionsprogram och syntetiska optionsprogram.

Om tanken är att de berörda anställda skall bli delägare i bolaget måste ett program väljas som medför en rätt till förvärv av den underliggande aktien. I detta avseende är alltså inte ett syntetiskt optionsprogram en framkomlig väg. Om åter syftet snarare är att den anställde snabbt skall kunna realisera en värdeökning på aktien passar syntetiska optionsprogram alldeles utmärkt med sin inbyggda exit-möjlighet. Även övriga program kan dock användas så länge den underliggande aktien är likvid och således en försäljning på marknaden inte innebär några problem.

För det fall arbetsgivarbolaget även är i behov av rörelsekapital kan konvertibelprogram erbjuda en ändamålsenlig lösning, under förutsättning av att de anställda har sådana medel tillgängliga som möjliggör långivning till bolaget.

Sist kan aktieägarnas aversion gentemot en eventuell utspädningseffekt föranleda att antingen köptionsprogram eller syntetiska optionsprogram skall användas eftersom då aktieägarna inte löper en risk att utsättas för en sådan effekt.

7.2 Slutsatser avseende den företagna rättsliga analysen

Som framgått har en utgångspunkt för den företagna rättsliga undersökningen varit att den befintliga regleringen på det undersökta området inte är anpassad till det specifika normeringsbehov som utnyttjandet av aktierelaterade incitamentsprogram ger upphov till.

Enligt här företrädd uppfattning ger också undersökningen stöd för detta antagande, särskilt gäller detta den befintliga regleringen avseende emissioner av teckningsoptioner och aktiebolags förvärv av egna aktier.

Även i detta avseende kan en uppdelning göras på två grupper. Skiljelinjen går mellan de incitamentsprogram vars existens möjliggjorts genom tillkomsten av särskild lagstiftning och de incitamentsprogram som istället vilar på en avtalsmässig grund.

Utfärdandet av incitamentsprogram som baseras på teckningsoptioner eller konvertibla skuldebrev hade givetvis inte varit möjligt om inte ABL hade tillhandhållit en möjlighet att emittera värdepapper av denna typ. De problem avseende regleringen som uppmärksammas i fråga om dessa program består i att de aktuella bestämmelserna inte har anpassats till det vidgade användningsområde som nu återfinns i praktiken.

Vad gäller de avtalsbaserade incitamentsprogrammen förhåller sig saken något annorlunda. Här är istället utgångspunkten avtalsfrihet och vad lagstiftningen stundtals åstadkommer är att genom förbud och restriktioner försvåra eller omöjliggöra ett utfärdande av programmen i fråga.

För att börja med de lagreglerade incitamentsprogrammen så framstår det som tämligen klart att regleringen i 5 kap. ABL inte tillskapades för att möjliggöra utfärdandet av aktierelaterade incitamentsprogram. Huvudsyftet var istället att underlätta aktiebolagens kapitalanskaffning. Det var antagligen till och med så att alternativa användningsområden knappast ens var påtänkta av lagstiftaren. En annan sak är att det, när väl lagstiftaren insåg reglernas fulla potential, tillkom särskild lagstiftning i syfte att stävja ett missbruk av bestämmelserna. Det är ur ett sådant perspektiv man skall förstå Leo-lagen. Däremot har ännu inte lagstiftningen anpassats för att underlätta ett tillbörligt nyttjande av reglerna som medel för att utfärda aktierelaterade incitamentsprogram.

Det är av denna anledning som fortfarande inte fristående teckningsoptioner får emitteras samt de emitterade värdepapperna måste vara av löpande beskaffenhet.

Vad sedan gäller de avtalsbaserade incitamentsprogrammen består problemet däri att utfärdandet av programmen träffas av förbud som egentligen inte har sin plats i lagstiftningen för att förhindra förekomsten av aktierelaterade incitamentsprogram.

Mest centralt härvidlag är förbudet för aktiebolag att förvärva egna aktier. Detta förbud har under långa tider omöjliggjort för aktiebolag att själva utfärda köptionsprogram. Förbudet är nu delvis upphävt i så måtto att marknadsnoterade bolag tillåts att återköpa egna aktier. Men den nya regleringen synes inte avpassad för att helt friktionsfritt användas vid utfärdandet av köptionsprogram. Detta tar sig främst uttryck i att det saknas en lagteknisk samordning mellan beslutet om utfärdande av köptionsprogram och det senare beslutet om överlåtelse av aktier såsom en följd av ett sådant program.

I framställningen ovan har diskuterats huruvida förbudet för aktiebolag att upptaga kapitalandelslån skall anses träffa utfärdandet av syntetiska optioner. Enligt här företrädd uppfattning torde så inte vara fallet, men om denna slutsats är felaktig uppkommer samma problematik avseende syntetiska optioner som vad gäller köptionsprogram. För det fallet slutsatsen är riktig kan å andra sidan tyckas att lagstiftningen i denna del är allt för undfallande i fråga om beslutskrav. I vart fall i jämförelse med vad som gäller för övriga aktierelaterade incitamentsprogram.

Sammanfattningsvis framstår inte lagregleringen i alla delar som ändamålsenlig. Utan tvekan finns utrymme för förbättringar. Möjligtvis borde även Leo-lagens stränga beslutskrav ses över och i vart fall delvis uppmjukas.

7.3 Avslutande tankar

Författaren är medveten om att föreliggande arbete i vissa delar kan uppfattas som ett ställningstagande för ett ökat utnyttjande av aktierelaterade

incitamentsprogram. Riktigt så förhåller sig emellertid inte saken. Däremot skall arbetet förstås som en uppfordran till berörda parter att ta ett samlat grepp om frågor hänförliga till aktierelaterade incitamentsprogram.

Företeelsen med aktierelaterade incitamentsprogram har av allt att döma kommit för att stanna. Utfärdandet av dylika program blir allt vanligare och då inte bara i börsbolag och i förhållande till ledande befattningshavare, utan i de flesta stora och medelstora bolag och till allt fler kategorier av anställda. Om man därtill beaktar den uppmärksamhet som utfärdandet av olika incitamentsprogram erhåller av självreglerande organ och intresseorganisationer är det ägnat att förvåna att inte lagstiftaren varit mer aktiv på området. Som exempel kan nämnas AmN:s omfattande praxis och Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy, där aktierelaterade incitamentsprogram är en av huvudpunkterna.²⁹⁶ Självreglering i all ära, men den kan endast åstadkomma en utfyllning av befintlig lagstiftning, inte gå emot eller upphäva gällande rätt.

Det skall dock utan omsvep framhållas att Aktiebolagskommitténs förslag till ny aktiebolagslag kan medföra, och har i vissa delar redan medfört, klara förbättringar i detta avseende. Men de aktuella betänkandena saknar en, i vart fall uttalad, helhetssyn vad gäller aktierelaterade incitamentsprogram. Kanske har frågan till viss del kommit bort i bruset av alla de förändringar som är aktuella.

Enligt här företrädd uppfattning borde lagstiftaren en gång för alla utvärdera användandet av aktierelaterade incitamentsprogram och därvidlag klart och tydligt besluta sig för hur man ställer sig i frågan. När så väl har skett kan lagstiftningen justeras för att på ett ändamålsenligt sätt återspegla lagstiftarens inställning i frågan. Ett sådant samlat grepp skulle med all säkerhet medföra att onödig reglering bortfaller och att därtill de tämligen disparata delar av den befintliga lagstiftningen som aktualiseras vid användandet av aktierelaterade incitamentsprogram blir föremål för en regelteknisk samordning.

²⁹⁶ Se Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy – riktlinjer för bättre kontroll och insyn för ägarna i marknadsnoterade bolag.

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur

Afrell Lars, Klahr Håkan, Samuelsson Per: "Lärobok i kapitalmarknadsrätt", andra upplagan, Stockholm 1998 (cit. Afrell m.fl.).

Andersson Lennart, Bratteberg Johan: "Incitamentprogram, Belöningsformer för anställda – vinstdelning, optioner försäkringar m.m.", Uddevalla 2000 (cit. Andersson, Bratteberg).

Bergström Clas, Samuelsson Per: "Aktiebolagets grundproblem", andra upplagan, Göteborg 2001 (cit. Bergström, Samuelsson)

Borg Mikael, Häger Johan, Nilsson Fredrik: "Fientliga företagsförvärv, Försvarsstrategiers effektivitet", kandidatuppsats i finansiering, Ekonomihögskolan Lunds universitet, Företagsekonomiska Institutionen, Lund 2001 (cit. Borg m.fl.).

Cooter Robert, Ulen Thomas: "Law and Economics", tredje upplagan, USA 2000 (cit. Cooter, Ulen).

Ericsson Martin: "Konvertibla vinstandelsbevis och den aktiebolagsrättsliga gränsdragningen mellan låneförhållande och delägarskap", Stockholm 1988 (cit. Ericsson).

Gavatin Charles: "Aktiebolagsrätt i teori och praktik", Stockholm 1992 (cit. Gavatin).

Jansson Per-Ola: "Regelbildningen på värdepappersmarknaden", Stockholm 1995 (cit. Jansson).

Johansson Svante: "Bolagsstämma", Stockholm 1990 (cit. Johansson (1990)).

Johansson Svante: "Options- och terminsavtal, En rättslig studie av handeln med standardiserade derivativa instrument", Stockholm 1998 (cit. Johansson).

Kristiansson Björn: "Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år", Stockholm 1996 (cit. Kristiansson).

Nial Håkan, Johansson Svante: "Svensk associationsrätt i huvuddrag", sjunde upplagan, Göteborg 2000 (cit. Nial).

Rodhe Knut, Skog Rolf: "Aktiebolagsrätt", nittonde upplagan, Stockholm 2000 (cit. Rodhe).

Ross Stephen, Westerfield Randolph, Jaffe Jeffrey: "Corporate Finance", femte upplagan, Singapore 1999 (cit. Ross m.fl.).

Rutberg Anne, Rutberg Johan, Molander Lars: "Beskattning av värdepapper", andra upplagan, Göteborg 1997 (cit. Rutberg m.fl.).

Tidskriftsartiklar

Aspenberg Ulf: "Prissättning av konvertibler och optioner", i: Balans 5/1990 s. 8-13 (cit. Aspenberg)

Holmquist Bengt, Wennberg Inge: "Reportage från Finforum 1994 – Är syntetiska optioner ett bra incitament?", i: Balans 1/1995 s. 4-6 (cit. Reportage från Finforum 1994 i Balans 1/95).

Liljeborg Per: "Anställdas förvärv av värdepapper och personaloptioner", i: SN 2000 s. 578-586 (cit. Liljeborg).

Lombach Jan, Cederlund Johan: "Värdepappersrelaterade incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag", i: SN 1995 s. 193- 200 (cit. Lombach, Cederlund).

Rodhe Knut: "Något om konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning från aktiebolagsrättslig synpunkt" i: Studier i bolags- och krediträtt, Skrifter i urval 1944-1989 s. 417-427, ursprungligen i festskrift tillägnad Sven-Erik Johansson, 1989 (cit. Rodhe i festskrift till Johansson).

Rutberg Anne, Rutberg Johan: "Optioner som incitamentsprogram till anställda", i: SvSkt 1/1998 s. 31-44 (cit. Rutberg i SvSkt (98)).

Rutberg Anne, Rutberg Johan: "Optioner och personaloptioner", i: SvSkt 8/1999 s. 601-609 (cit. Rutberg i SvSkt (99)).

Samuelsson Per: "Köptioner som strategisk kompensationsform för verkställande direktörer i börsbolag", i: JT 1991-92 s. 462-481 (cit. Samuelsson i JT).

Skog Rolf: "Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?", i: JT 1995-96 s. 749-786 (cit. Skog i JT).

Skog Rolf: "Aktiebolagets kapital – Remissinstanserna har granskat Aktiebolagskommitténs förslag", i: Balans 10/1997 s. 29-35 (cit. Skog i Balans 10/97).

Skog Rolf: "Förvärv av egna aktier – snart en realitet i aktiemarknadsbolag", i: Balans 12/1999 s. 15-19 (cit. Skog i Balans 12/99).

Skog Rolf: "Incitamentsprogram – köpoptioner: Vad är god sed på aktiemarknaden?", i: Balans 1/2000 s. 28-33 (cit. Skog i Balans 1/2000).

Skog Rolf: "Incitamentsprogram – vad är god sed på aktiemarknaden?, Aktier, konvertibler, teckningsoptioner och syntetiska optioner", i: Balans 2/2000 s. 15-21 (cit. Skog i Balans 2/2000).

Skog Rolf: "God sed på aktiemarknaden i fråga om incitamentsprogram", i: Balans 4/2001 s. 28-31 (cit. Skog i Balans 4/2001).

Offentligt tryck

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

SOU 1995:44, Aktiebolagets organisation, Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.

SOU 1997:22, Aktiebolagets kapital, Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.

SOU 2001:1, Ny aktiebolagslag, Slutbetänkande av Aktiebolagskommittén.

Prop. 1973:93 med förslag till lag om konvertibla skuldebrev, m.m.

Prop. 1975:103 med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.

Prop. 1986/87:76 om riktade emissioner, m.m.

Prop. 1990/91:142 om handel och tjänster på värdepappersmarknaden, m.m.

Prop. 1997/98:133, Beskattning av personaloptioner.

Prop. 1999/2000:34, Förvärv av egna aktier.

Aktiemarknadsnämndens uttalanden

AmN 1987:6

AmN 1987:10

AmN 1987:11

AmN 1988:10

AmN 1989:1

AmN 1989:5

AmN 1990:3

AmN 1990:8

AmN 1990:9

AmN 1991:1

AmN 1994:6

AmN 1998:3

AmN 1998:8

AmN 1999:17

AmN 2001:16

AmN 2002:01

Rättsfall

RÅ 1997 ref. 71

Skatterättsnämnden: förhandsbesked den 18 juni 1998

Tidningsartiklar

Dagens Industri, 2000-03-20, Åkerberg Nina: "IT-bolag mörkar utspädning av aktier" (cit. DI 2000-03-20).

Dagens Industri, 2000-06-13, Widmark Charlotte: "Återköpen höjer värdet på ledningens optioner" (cit. DI 2000-06-13).

Dagens Industri, 2000-06-14, Widmark Charlotte: ”Optioner och återköp går hand i hand” (cit. DI 2000-06-14).

Dagens Industri, 2000-11-30, Åkerberg Nina: ”Dolda miljardvinster efter återköpen” (cit. DI 2000-11-30).

Dagens Industri, 2001-11-21, Benson Peter: ”Rekorddyra chefer i Eniro” (cit. DI 2001-11-21).

Dagens Industri, 2001-11-30, Benson Peter: ”Eniro drar tillbaka generösa optioner” (cit. DI 2001-11-30).

Dagens Industri, 2001-12-28, Linnala Tomas, Westman Henrik: ”Börsbolag äger aktier i sig själva för 22 mdr” (cit. DI 2001-12-28).

Dagens Industri, 2002-01-22, Båge Joakim: ”Johan Munck får aktiepriset” (cit. DI 2002-01-22).

Dagens Industri, 2002-02-11, Lundell Stefan: ”Razzia mot chefernas bonusfusk” (cit. DI 2002-02-11).

Rekommendationer och riktlinjer

NBK:s rekommendation om utformning av prospekt (1986).

NBK:s rekommendation angående ledande befattningshavares förmåner (1993).

NBK:s rekommendation om offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999).

NBK:s rekommendation rörande köp och försäljning av egna aktier (2000).

Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy – riktlinjer för bättre kontroll och insyn för ägarna i marknadsnoterade bolag.