

Går incitamentsprogram och Corporate Governance ihop?

-En fallstudie av Skandias incitamentsprogram -

Are incentive programs and Corporate Governance compatible?

- A casestudy of the incentivprogram in Skandia -

Examensarbete i redovisning fördjupningsnivå I

HT - 2002.

Förord

Arbetet med den här uppsatsen har varit intressant och roligt. Det har framför allt varit en lärorik och inspirerande period. För att kunna genomföra uppsatsen har vi haft god hjälp från olika personer. Vi vill först och främst tacka vår handledare Mats Ekberg för hans råd och stöd under arbetets gång.

Vi vill även rikta ett stort tack till våra respondenter, Petter Odhnoff, Andra AP-fonden och Lars Milberg, Aktiespararna, vars medverkan gjorde den här uppsatsen möjlig att genomföra.

Uddevalla 2003-05-08

Cathrine Eriksson

Anna Ingman

Sammanfattning

Bakgrunden till arbetet är den diskussion som de senaste åren pågått i media kring fall-skärmar och andra förmåner till företagsledningar i aktiemarknadsbolag.

Tidigare var företag vanligtvis familjeägda. Sedan aktiemarknaden expanderat har ägande till stor del förflyttats till institutionella ägare t ex försäkringsbolag. Det har lett till att ägandet splittrats. Den här utvecklingen har gjort att behovet av ägarstyrning blivit större. Ägarstyrning eller Corporate Governance som det heter på engelska har blivit en allt viktigare del för aktieägare i Sverige.

Företag har ofta aktierelaterade incitamentsprogram som ett komplement till lönen för att motivera de anställda och knyta dem till företaget. Ett av de vanligaste incitamenten är optioner som kan vara utformade på olika sätt. Optionsprogram har fått kritik då de bara anses gynna företagsledningen och inte ägarna. Kritiken har bestått av att optionsprogrammen anses vara alltför förmånliga och inte har någon koppling till de anställdas prestation.

Inför bolagsstämman år 2002 lade Skandia fram ett förslag till incitamentsprogram som skulle gälla mellan åren 2003-2005. Detta förslag drogs tillbaka då ägarna ansåg att det var alltför förmånligt utformat. Det här väckte stor uppmärksamhet i media och på ägar-nas initiativ arbetades det fram en kompromiss som innebar att optionsprogrammet förkortades till ett år. Det reviderade förslaget ledde fram till beslutet att införa optionsprogrammet för år 2003.

Syftet med arbetet har varit att undersöka kopplingen mellan Corporate Governance och Skandias incitamentsprogram. Undersökningen har innefattat en teoretisk och en empirisk undersökning. Vi har bland annat intervjuat två respondenter som har ägarintresse i Skandia.

Skandia har en splittrad ägarbild, frågan är hur det har påverkat vid införandet av incitamentsprogrammet. I vår undersökning framgår det att Skandia skulle må bättre av att ha en starkare ägarstruktur.

Abstract

The background of this essay comes from the discussion that has been going on in media last year, about compensations when resigning and other benefits to top managers within limited companies.

Companies used to be family owned. Since the share market expanded a great deal of ownership has moved from families to institutional owners such as e.g. insurance companies. This has led to a fragmented ownership. This development has made the need for Corporate Governance much larger. Corporate Governance is gradually becoming more and more important for shareholders in Sweden.

Companies often have share related incentive programs as a complement to the salary in purpose to motivate the employees and tie them to the company. One of the most common incentives are options, which can be designed in different ways. Option programs has been criticized because it just seems to benefit the management and not the shareholders. The critic has been about that the option programs have been too beneficially designed and that it has lacked in connection to the employees performances.

Before the shareholders' meeting in 2002, Skandia made a proposal about an incentive program that was suppose to run over the years 2003-2005. This proposal was drawn back because the owners found it too beneficially designed. This situation got a lot of attention from the media and with initiative from the owners a compromise was made, which meant that the options program was shortened to one year. The revised proposal lead to the decision to introduce the options program for 2003.

The purpose of this essay has been to investigate the connection between Corporate Governance and Skandias incentive program. The investigation contains a theoretical and an empirical investigation. We have interviewed two respondents with owner interests in Skandia.

In Skandia the ownership is fragmented and the question is if this somehow affected the introduction of the incentive program. Our investigation tells us that Skandia would be better of if they had a strong structure of owners.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | <u>BAKGRUND</u> | 1 |
| 2 | <u>PROBLEMANALYS</u> | 2 |
| 2.1 | <u>SKANDIAS INCITAMENTSPROGRAM</u> | 2 |
| 2.1.1 | <u>Skandia</u> | 2 |
| 2.1.2 | <u>Incitamentsprogrammet</u> | 2 |
| 2.1.2.1 | <u>Tilldelningen</u> | 3 |
| 2.1.3 | <u>Kritik från ägare</u> | 3 |
| 2.2 | <u>INCITAMENTSPROGRAM</u> | 5 |
| 2.2.1 | <u>Effekter</u> | 6 |
| 2.2.2 | <u>Utbredning</u> | 6 |
| 2.3 | <u>CORPORATE GOVERNANCE</u> | 7 |
| 2.4 | <u>PROBLEMBESTÄMNING</u> | 8 |
| 3 | <u>SYFTE</u> | 9 |
| 3.1 | <u>AVGRÄNSNING</u> | 9 |
| 4 | <u>METOD</u> | 10 |
| 4.1 | <u>TILLVÄGAGÅNGSSÄTT</u> | 10 |
| 4.1.1 | <u>Sekundärdata</u> | 10 |
| 4.1.2 | <u>Primärdata</u> | 10 |
| 4.2 | <u>FALLSTUDIEN</u> | 11 |
| 4.3 | <u>KVANTITATIVT ANGREPPSSÄTT</u> | 11 |
| 4.4 | <u>KVALITATIVT ANGREPPSSÄTT</u> | 11 |
| 4.5 | <u>EGENSKAPER HOS KVALITATIVA FALLSTUDIER</u> | 12 |
| 4.6 | <u>SAMMANFATTNING</u> | 13 |
| 5 | <u>TEORI</u> | 14 |
| 5.1 | <u>ÄGARSTRUKTUR</u> | 14 |
| 5.1.1 | <u>Agentkostnad</u> | 14 |
| 5.2 | <u>CORPORATE GOVERNANCE</u> | 15 |
| 5.2.1 | <u>Bakgrunden till Corporate Governance</u> | 15 |
| 5.2.2 | <u>Corporate Governance i Sverige</u> | 17 |
| 5.3 | <u>AKTIESPARARNAS ÄGARSTYRNINGSPOLICY</u> | 17 |
| 5.3.1 | <u>Bolagsstämman</u> | 18 |
| 5.3.2 | <u>Nomineringskommitté</u> | 19 |
| 5.3.3 | <u>Ersättningskommitté</u> | 19 |
| 5.3.4 | <u>Revisionskommitté</u> | 19 |
| 5.4 | <u>INCITAMENTSPROGRAM</u> | 20 |
| 5.4.1 | <u>Optioner</u> | 21 |
| 5.4.1.1 | <u>Teckningsoptioner</u> | 21 |
| 5.4.1.2 | <u>Köptioner</u> | 21 |
| 5.4.1.3 | <u>Personaloptioner</u> | 22 |
| 5.4.2 | <u>Utspädningseffekt</u> | 22 |
| 5.5 | <u>LEOLAGEN</u> | 23 |
| 5.6 | <u>SAMMANFATTNING</u> | 24 |
| 6 | <u>RESULTAT</u> | 25 |
| 6.1 | <u>RESPONDENTERNA</u> | 25 |
| 6.2 | <u>INTERVJU MED LARS MILBERG, AKTIESPARARNA</u> | 25 |
| 6.2.1 | <u>Aktiespararnas bakgrund</u> | 25 |
| 6.2.2 | <u>Ägarstyrning</u> | 26 |
| 6.2.2.1 | <u>Ägarstruktur</u> | 27 |
| 6.2.2.2 | <u>Kommittéer</u> | 28 |
| 6.2.3 | <u>Incitamentsprogram</u> | 28 |
| 6.2.3.1 | <u>Negativ publicitet</u> | 29 |
| 6.2.4 | <u>Skandia</u> | 30 |

| | | |
|---------|---|----|
| 6.2.4.1 | Utspädning | 30 |
| 6.2.4.2 | Svag ägarstruktur | 30 |
| 6.3 | INTERVJU MED PETER ODHNOFF, ANDRA AP-FONDEN | 31 |
| 6.3.1 | Andra AP-fondens bakgrund | 31 |
| 6.3.2 | Ägarstyrning | 31 |
| 6.3.2.1 | Ägarstyrningspolicy | 31 |
| 6.3.2.2 | Agerande vid missnöje | 32 |
| 6.3.2.3 | Kommittéer | 32 |
| 6.3.3 | Incitamentsprogram | 33 |
| 6.3.4 | Optionsprogram | 33 |
| 6.3.4.1 | Oskäligen ersättning | 33 |
| 6.3.4.2 | Lösenkursen | 34 |
| 6.3.4.3 | Utspädning | 34 |
| 6.3.4.4 | Redovisning av kostnad för utspädning | 35 |
| 6.3.5 | Skandias optionsprogram | 35 |
| 6.3.5.1 | Införandet av optionsprogrammet | 36 |
| 6.3.5.2 | Negativ publicitet | 37 |
| 6.3.5.3 | Utspädningen | 37 |
| 6.3.5.4 | Internationell praxis | 37 |
| 6.3.5.5 | Den extra bolagsstämman | 37 |
| 6.3.5.6 | Påverkan | 38 |
| 6.3.5.7 | Förslag för år 2004 | 38 |
| 6.4 | SAMMANFATTNING | 38 |
| 7 | ANALYS | 39 |
| 7.1 | ÄGARSTYRNING | 39 |
| 7.2 | INCITAMENTSPROGRAM | 39 |
| 7.3 | SKANDIAS OPTIONSPROGRAM | 40 |
| 8 | SLUTSATSER | 42 |
| 8.1 | ÄGARSTRUKTUR | 42 |
| 8.2 | OPTIONSPROGRAMMET | 42 |
| 8.3 | EGNA REFLEKTIONER | 42 |
| 8.4 | FÖRSLAG TILL VIDARE ARBETE | 43 |
| 9 | KÄLLFÖRTECKNING | 44 |

BILAGA

1 Bakgrund

Bland de första gångerna vi i Sverige hörde talas om fallskärmsavtal var i början på 1990-talet i samband med bankkrisen. Då handlade det om chefer i de konkurshotade finansbolagen och bankerna som kunde kvittera ut miljonbelopp istället för att ställas till svars för de dåliga affärerna de gjort. Denna debatt som fick allmänheten att rasa mot företagsledningarnas förmåner, ledde till att förtroenden skadades och det framkom krav på att dessa förmåner skulle redovisas så ytterligare skandaler skulle kunna undvikas.

Belöningsystem och fallskärmsavtal har under lång tid varit framträdande i media, detta har väckt vårt intresse för detta ämne. När vi sökte information inom området fann vi bland annat Skandias incitamentsprogram som stött på motstånd från ägarna. Något som visade sig vara speciellt intressant i Skandias fall var kopplingen till Corporate Governance. Corporate Governance är ett begrepp som handlar om hur intressenterna, t ex ägarna, styrelsen och ledningen, i ett företag samverkar.

Under senare år har incitamentsprogram i svenska börsnoterade företag blivit allt vanligare. Incitamentsprogram införs i företag för att uppmuntra och knyta anställda och företagsledning till företaget. Det är en form av belöningsystem som kan vara baserade på aktier, konvertibler och optioner av olika slag. Dessa har på senare tid blivit mer uppseendeväckande när det gäller storleken på beloppen. Ytterligare en anledning till att incitamentsprogram införs är att personalen skall vara mer engagerade i företagets utveckling, eftersom utfallet av programmet ofta påverkas av hur företaget utvecklas (www.alecta.se).

Vi har valt att studera Skandia eftersom de presenterade ett väldigt uppmärksammat optionsprogram inför sin ordinarie bolagsstämma år 2002.

De allt större incitamentsprogrammen har lett till att ägarna, i de företag där incitamentsprogram förekommer, reagerat och använt sitt inflytande på bolagsstämman för att stävja utvecklingen. Några av de stora ägarna i Skandia kritiserade optionsprogrammet eftersom de ansåg att utformningen var alltför förmånlig. Skandia drog tillbaka förslaget och beslutade att ha en extra bolagsstämma för att få tid att arbeta fram ett reviderat förslag (Genborg, 2002).

2 Problemanalys

I det här kapitlet har vi genom presentation av de olika problemområdena diskuterat oss fram till de problem som behandlas senare i uppsatsen.

2.1 Skandias incitamentsprogram

2.1.1 *Skandia*

Skandia bildades år 1855 och har varit internationellt verksamma från starten. Verksamheten har utvecklats under åren. Från att varit ett traditionellt försäkringsbolag med tyngdpunkten i skadeförsäkring är nu Skandia ett globalt sparbolag. Skandias affärsidé är att tillgodose kundernas sparbehov genom att erbjuda innovativa tjänster och produkter i världsklass. De anser att personalen är deras viktigaste resurs (www.skandia.se).

2.1.2 *Incitamentsprogrammet*

Under våren år 2002 beslutade Skandia att införa ett optionsprogram för år 2003. Optionsprogrammet ska ansluta till ett tidigare program som löper mellan år 2000-2002 (www.skandia.se)

Det nya optionsprogrammet var från början utformat för att gälla åren 2003-2005. Förslaget för det nya programmet presenterades inför bolagsstämman den 17 april 2002. För att kunna genomföra ett optionsprogram av det slag Skandia valt, måste 90 procent av rösterna på bolagsstämman vara för förslaget, detta enligt tillämpning av den s.k. Leolagen (se 6.6). Skandia fick veta innan bolagsstämman att förslaget skulle erhålla en majoritet, men inte så stor som 90 procent. Tolv av de svenska institutionella ägarna skrev i ett brev till Skandia innan bolagsstämman att de i grunden var positivt inställda till aktierelaterade incitamentsprogram och att de skulle rösta för ett sådant förslag om programmet begränsades till ett år. Förslaget som framtagits återkallades därför på den ordinarie bolagsstämman i april 2002 (Ibid.).

Skandia presenterade ett reviderat förslag inför en extra bolagsstämma som genomfördes den 29 maj 2002, den enda skillnaden mot det ursprungliga förslaget var att programmet förkortades till att gälla endast under år 2003. Stödet från de institutionella ägarna, som stod bakom brevet med uppmaningen att begränsa programmet,

och från dem som var för det första förslaget gjorde att det nya förslaget uppnådde 95 % av rösterna (www.skandia.se).

2.1.2.1 Tilldelningen

Optionerna som kallas stock options fungerar som en teckningsoption (se 5.4.1.1) men med förbehållet att den är personlig och därför inte kan överlåtas eller pantsättas. För att kunna utnyttja de tilldelade stock options så krävs också att man blir kvar i tjänst en viss tid. Man har rätt att med de tilldelade optionerna teckna aktier till en lösenkurs. Lösenkursen sätts veckan före tilldelning och räknas upp med tio procent (www.skandia.se)

Enligt optionsprogrammet ska alla medarbetare generellt erbjudas 300 optioner var, nyckelmedarbetare kan erhålla betydligt fler. På alla medarbetare generellt kommer det att fördelas sammanlagt 2 000 000 optioner, medan nyckelmedarbetarna kommer att dela på 11 333 300 optioner. Uppdelningen av optionerna bland nyckelmedarbetarna kommer att ske individuellt med bland annat beaktande av deras betydelse för Skandias utveckling, samt lokala marknadsförutsättningar (Ibid.).

2.1.3 Kritik från ägare

En av de starkaste kritikerna av Skandias förslag till incitamentsprogram var Tomas Nicolin, VD på tredje AP-fonden. Tomas Nicolin var den som såg till att debatten kom igång.

Under senare år har de optionsprogram som föreslagits kännetecknats av allt mer generösa villkor och en sämre koppling till bolagets eller företagsledningens prestationer. Man har gradvis börjat kalla de utgivna optionerna för gratisoptioner eftersom innehavaren har möjlighet till obegränsad vinst och har ingen förlustrisk. Uppräkningen av lösenkursen har blivit allt lägre. Det normala för teckningsoptioner var att sätta lösenkursen avsevärt högre än dagskursen. Det gjorde man för att det skulle finnas en tröskel som aktiekursen måste nå, för att optionsinnehavarna skulle få någon avkastning. Eftersom man hade en nivå dit aktiekursen skulle stiga, fick man med aktieägarnas intressen i optionsprogrammet. I dagsläget är det vanligt att lösenkursen för optionerna utgår från dagskursen runt införandetidpunkten med ett påslag på tio procent. Ett påslag på tio procent är endast ett marginellt påslag och det enda som vanligtvis krävs av den anställde är att de arbetar kvar i företaget

ett antal år. Bristen på kopplingen till prestation är uppenbar då avkastningen för den anställda beror på utvecklingen av aktiekursen i så stor grad. Aktiekursutvecklingen bestäms av två faktorer, den vinst eller resultat som företaget redovisar och den allmänna kursutvecklingen. Den allmänna kursutvecklingen är inte direkt påverkbar för de anställda på företagen, men ändå är belöningssystemen i stor grad beroende av denna. Man rättfärdigar ofta detta genom att hänvisa till praxis i USA och att man måste anpassa sig till konkurrensen. Den amerikanska modellen har dock fått växande kritik i den amerikanska debatten. En möjlighet att kunna se kopplingen till prestation är att istället för att basera optionerna helt på företagets aktiekursutveckling i allmänhet, skulle man kunna med hjälp av ett branschindex se hur företagets aktiekurs utvecklats i förhållande till konkurrenternas aktiekurs. Detta skulle ge en större koppling till prestation och ett rimligare utfall av belöningar (Nicolin, 2002).

När Skandias optionsprogram var tänkt att löpa under tre år, skulle optioner till ett värde på ca 400 miljoner delas ut per år under de tre åren. 400 miljoner motsvarar 20 procent av Skandias genomsnittliga vinst under de senaste fem åren. Beloppet överstiger också vad Skandias aktieägare får i utdelning på sina aktier per år (Ibid.).

Utspädningen är ett annat problem. Omfattande optionsprogram ökar utspädnings-effekterna på bolagets kapital och ägandet. Utspädning kan man i sak jämföra med en centralbank som trycker nya sedlar utan täckning av ekonomisk tillväxt och därigenom skapar inflation och värdeförsämring av medborgarnas pengar (Ibid.).

Ett annat problem med Skandia är att Skandiaaktiens kurs är extremt känslig för marknaden i allmänhet. Utvecklingen av bolag i sparandebranschen är beroende av hur börserna går. Ifall marknaden går bra, går också sparandebolagen bra och vice versa. Skandias optionsprogram är dåligt eftersom det i större grad hänger på hur börskursen i allmänhet går, än prestationer gjorda av anställda (Piper, 2002).

Styrelsen i Skandia tvingades att återkalla sitt förslag till optionsprogram för år 2003-2005. De mottog ett brev några timmar innan den ordinarie stämman började där flertalet stora ägare meddelade att de ville se ett annat förslag angående optionsprogram. Med det här i ryggen hade styrelsen att välja mellan att gå emot ett säkert nederlag som skulle sätta bolaget i en obehaglig situation eller ta en prestige-

förlust genom att dra tillbaks förslaget. Valet var inte självklart för styrelsen. Flera ledamöter tyckte att de skulle ta strid för sitt förslag och ta konsekvenserna av ett nederlag. Majoriteten tyckte dock de skulle dra tillbaks förslaget och utlysa en extra stämma där de tillgodosåg kraven från ägarna. Kravet från ägarna var att programmet skulle begränsas till ett år. Tanken med den kompromissen från ägarna var att man under det kommande året ska komma fram till en lösning om hur ett framtida fungerande incitamentsprogram för Skandia ska vara konstruerat. Den här utvecklingen är anmärkningsvärd eftersom Skandia har en styrelse och företagsledning som innehar en mycket stark position, på grund av att ägandet i Skandia är mycket spritt (Genborg, 2002).

De flesta institutionella ägarna stod bakom kompromissen att förkorta Skandias optionsprogram från tre till ett år. Detta trots att flera fortfarande tyckte att programmet var för generöst och beslutsunderlaget för dåligt. Resonemanget att Skandia tog för mycket skada om förslaget röstades ned, stöds av vissa ägare. Nordea t ex har också försökt få igenom ett generöst optionsprogram, men det programmet stoppades effektivt av Svenska staten som är ägare till 18 procent av aktierna i Nordea. I sådana frågor märks den svaga ägarstrukturen i Skandia tydligt. Skandia har en stor ägare, Pohjolasfären, som innehar 10,5 procent av rösterna. Denna ägare har dock som mål med sitt aktieinnehav att sälja av innehavet så fort aktiekursen blir mer förmånlig. Man kan då förstå varför de inte vill bidra till någon negativ påverkan på Skandiaaktien. Behovet av en större ägare som tar ett tydligt ägaransvar är stort i Skandia (Sönne, 2002).

2.2 Incitamentsprogram

Incitamentsprogram är en typ av belöningssystem. En av de vanligaste anledningarna som anges då företag väljer att införa någon typ av incitamentsprogram är att personalen är en av företagets viktigaste resurser och personalen måste få denna motivation för att stanna i företaget. Huvudargumentet för att ha incitamentsprogram är att man utgår från att den anställde ska tjäna pengar och så länge den anställde tror det så bidrar programmet till en positiv utveckling för företaget. I de fall då incitamentsprogrammet inte faller väl ut så kan besvikelsen bli så stor att det blir en negativ utveckling på företaget istället (Andersson & Bratteberg, 2000).

Det är viktigt att företaget väljer rätt typ av belöningsystem när de har bestämt sig för att införa ett incitamentsprogram. Incitamentsprogram kan bestå av t ex teckningsoptioner, syntetiska optioner, köpoptioner, personaloptioner eller konvertibla skuldebrev. Vilken typ av belöningsystem som väljs beror på vilket typ av företag det gäller och inom vilken bransch det har sin verksamhet. Anledningen till att det påverkar valet kan bland annat vara hur stor konkurrens det är om attraktiva medarbetare men det kan också handla om hur värde skapas för aktieägarna (Andersson & Bratteberg, 2000).

2.2.1 Effekter

Debatten i de svenska medierna angående belöningsystem handlar till stor del om storleken på de incitamentsprogram som börsföretagen vill genomföra. I Sverige ses optionsprogram som en extra bonus medan det i andra länder ses som en del av lönebildningen. Kritiken som blossat upp handlar till stor del om att optionsprogrammen är allt för förmånligt utformade. Ur ägarnas synvinkel blir det svårt att se hur stor ersättningen blir till följd av de utgivna optionerna. En annan effekt som kan uppstå är utspädning av ägandet. Utspädningen blir större ju fler anställda som omfattas av optionsprogrammen. I Sverige omfattas allt fler anställda av optionsprogrammen medan det i andra länder är mer vanligt att de riktas mot företagsledningen. Riktade optionsprogram anses inte vara politiskt korrekt i Sverige (Skarin, 2002).

Man bör eftersträva att utspädningen blir så liten som möjligt. Med utspädning menas att aktieantalet ökas och delas upp på fler aktieägare. Utspädningseffekten påverkar både i kapital och i rösthänseende, det är därför viktigt att företaget redovisar hur stor den effekten blir (www.alecta.se)

2.2.2 Utbredning

Trenden är tydlig, bonussystemens utbredning har ökat från att finnas i ca tio procent av de svenska bolagen till drygt 70 procent under de senaste fem åren. Trots det är optionsprogram i de svenska företagen inte lika vanligt som i t ex USA (Skarin, 2002).

En anledning till att optionsprogrammen blir fler är att de bolag som har verksamhet internationellt blir tvungna att kunna erbjuda samma villkor som konkurrenterna, eftersom man vill kunna rekrytera och behålla nyckelpersoner. Villkoren för t ex USA och England är väldigt annorlunda och ofta mer förmånliga (Ovander, 2000).

2.3 Corporate Governance

Corporate Governance har sitt ursprung i Kalifornien. Upptakten till diskussionen är en händelse år 1984 som involverar ett fientligt hot från företaget Bass Brothers om uppköp av företaget Texaco. Bass Brothers hade förvärvat en betydelsefull minoritetspost av aktier i Texaco och väntades lägga ett bud på hela företaget. Det här uppfattade Texaco som ett hot och avvärjde hotet genom att köpa tillbaks aktier av existerande aktieägare som den amerikanska aktiebolagslagen ger möjlighet till. Erbjudandet om återköp riktades endast mot Bass Brothers, och Texaco betalade dessutom ett överpris för aktierna. I det här fallet förlorade de övriga aktieägarna i Texaco mycket på affären och hade inte någon möjlighet att invända. Händelsen med Texaco sägs vara den utlösande faktorn för hela den amerikanska Corporate Governance rörelsen (Carlsson, 1997).

Frågan är alltså om företagsledningen alltid har ägarnas bästa i åtanke när beslut fattas. Corporate Governance, eller ägarstyrning som det översätts till i Sverige, kommer alltså ursprungligen från USA. Corporate Governance har kommit att bli ett globalt fenomen. I England har två kommissioner ledda av Sir Adrian Cadbury respektive J Greenbury föreslagit skärpt praxis angående Corporate Governance. Dessa två kommissioner bidrog till utvecklingen av Corporate Governance med hjälp av de så kallade Cadbury- och Greenburyrapporterna (Ibid.).

Med Cadburyrapporten som grund, vilken kom år 1992, påbörjades även Corporate Governance diskussionen i Sverige (Boman & Låftman, 1993).

Corporate Governance handlar om att skapa samverkan mellan de olika intressenterna i ett företag. Det handlar också om relationen mellan företagets styrelse, ledning och ägare. Aktiespararna har tagit det tänkandet till sig och jobbar för att få ut det till aktiemarknadsbolagen i Sverige (www.aktiespararna.se).

2.4 Problembestämning

Skälet till att det införs incitamentsprogram i företag, är att företagen vill knyta personal till sig genom att göra personalen till långsiktiga aktieägare, men man vill också öka aktieägarvärdet. De här två sakerna hänger ihop eftersom man kan säga att det ökar aktieägarvärdet när företag kan behålla personal som är värdefull för företagets utveckling. Även vid rekrytering av ny personal kan förekomsten av erbjudande att delta i ett incitamentsprogram vara en konkurrensfördel. En fråga som är viktig vid införandet av ett incitamentsprogram är; *Vilka konsekvenser blir det för aktieägarna?*

Skandia har beslutat att införa ett incitamentsprogram för år 2003. Från början var tanken att införa ett program som löpte mellan år 2003-2005. Förslaget stoppades av Skandias aktieägare innan den ordinarie bolagsstämman år 2002. Ett reviderat förslag presenterades på en extra bolagsstämma. Förslaget var förkortat till att endast löpa under år 2003 och det röstades igenom av aktieägarna. *Vad är det för incitamentsprogram Skandia har valt att införa? Varför stoppades det ursprungliga förslaget? Har det några konsekvenser för företaget att aktieägarna stoppar ett förslag som det här?*

3 Syfte

Vårt huvudsyfte är att utifrån Skandias incitamentsprogram, undersöka kopplingen till Corporate Governance.

Vi har som delsyften att beskriva bakgrunden och innebörden av begreppet Corporate Governance och att beskriva innebörden och problematiken med incitamentsprogram av det slag som Skandia valt att införa.

3.1 Avgränsning

Vi har valt att inte intervjua någon representant från Skandia, eftersom det är ägar-
nas synvinkel vi är intresserade av angående ämnet.

4 Metod

I metoddelen förklarar vilket tillvägagångssätt vi har använt för att söka information under arbetets gång.

4.1 Tillvägagångssätt

4.1.1 Sekundärdata

För att få fram bakgrundsinformation om ämnet/fallet vi valt, har vi mestadels sökt på Internet där vi har använt oss av olika databaser. Till största delen har vi sökt på Affärsdata och Google. Sökorden vi har använt oss av är: Skandia, incitamentsprogram, riktlinjer, förmåner, optionsprogram, optioner. Vi har även studerat litteratur i ämnet.

4.1.2 Primärdata

Vi har valt att intervjua två personer som är insatta i fallet. Personerna vi har intervjuat är representanter från organisationer som är aktieägare i Skandia. De är även insatta i den allmänna diskussionen angående ägarstyrning. Vi har använt oss av en kvalitativ intervjumodell.

Tanken med den kvalitativa intervjumodellen är att utgå ifrån en manual eller handledning som innehåller det man vill ha ut av intervjun, men låta intervjuobjekten styra utvecklingen av intervjun med sina egna synpunkter och uppfattningar. Samtalet ska vara otvunget och spontant. Det kräver att man är uppmärksam och öppen. Icke-verbala uttryck ska också noteras. Manualen man har som stöd behöver inte följas på något strikt sätt, men det är viktigt att intervjun täcker området som manualen innehåller (Holme & Solvang, 1997).

Man skiljer mellan informant- och respondentintervju. Vid en respondentintervju intervjuas personer som själva är delaktiga i företaget som studeras. Om man tvärtom intervjuar en person som står utanför det som studeras, men har mycket kunskap om det, kallas det en informantintervju (Holme & Solvang, 1997).

De personer vi har valt att intervjua är utifrån ovan förda diskussion respondenter. Båda personernas organisationer var inblandade i införandet av Skandias incitamentsprogram, som är den företeelse vi studerar.

Vi har använt oss av bandspelare vid intervjuerna. Den metoden valde vi för att lättare kunna fånga all information som framkommer vid en kvalitativ intervju. Ämnet är inte heller känsligt för respondenterna, därför anser vi att öppenheten av intervjuerna sannolikt inte hämmas av bandupptagningen.

4.2 Fallstudien

Vi har valt att använda fallstudien som forskningsmetod. En fallstudie är användbar när man undersöker ett fenomen i sin realistiska miljö eller sin kontext och där gränserna mellan fenomen och kontext inte är självklara. Just dessa omständigheter passar vid kvalitativ forskning. Genom att använda det här angreppssättet och koncentrera sig på en enda företeelse (ett fall) vill man få fram samspelet mellan viktiga faktorer som kännetecknar det aktuella fenomenet eller företeelsen (Backman, 1998).

4.3 Kvantitativt angreppssätt

Motsatsen till den kvalitativa forskningen är det kvantitativa angreppssättet. I den kvantitativa forskningen plockas företeelsen isär och sedan studeras komponenterna. Komponenterna används som variabler. Variablerna ändrar man sedan i mätningar och får då fram resultat och samband som förhoppningsvis bevisar den förutbestämda hypotesen eller slutresultatet. Man använder sig av statistik och enkäter, inte av intervjuer och observationer, vid informationsinsamling. Den kvantitativa forskningen är deduktiv, man försöker hitta information som passar in på en teori (Merriam, 1994).

4.4 Kvalitativt angreppssätt

Vi använder oss av ett kvalitativt angreppssätt. Det kvalitativa synsättets främsta syfte är att förstå innebörden av företeelsen. Den kvalitativa forskningen är explorativ och induktiv. Tyngdpunkten läggs på processen, inte på målet eller slutresultatet. Åsikter och uppfattningar är viktigare än fakta. Fältarbete ingår vanligtvis i kvalitativ forskning, man söker upp människor, platser eller situationer för att observera. Det krävs alltså oftast att man blir bekant med den företeelse som ska studeras. Forskarens roll är viktig i kvalitativ forskning, all insamling och analys av in-

formation görs av forskaren, som sedan förmedlar det. Förmedlingen av materialet kan bli en aning annorlunda än ifall förmedlingen sker genom en dator eller en enkät. Detta eftersom den mänskliga faktorn spelar in, som t ex icke-verbala budskap vid en personlig intervju eller vid tolkning av observationer (Merriam, 1994).

4.5 Egenskaper hos kvalitativa fallstudier

De egenskaper som utmärker kvalitativt inriktade fallstudier är att; de är partikularistiska, deskriptiva, heuristiska och induktiva (Merriam, 1994).

Med partikularistisk, som är en av de egenskaper som kännetecknar en fallstudie, menas att en fallstudie fokuseras på en viss situation, händelse, företeelse eller person. Fallstudien kan gälla en speciell situation, men ändå belysa ett generellt problem (Ibid.).

Slutprodukten i en fallstudie ska vara deskriptiv. Det innebär att beskrivningen av den företeelse som studerats ska vara omfattande, fullständig och bokstavlig. Fallstudien beskriver samspelet mellan så många variabler som möjligt. Den deskriptiva karaktären kan visa komplexiteten. Den kan visa på att det är fler än en faktor som spelar in, hur personliga faktorer påverkar ett visst problem. Den kan innefatta levande material, t ex intervjuer, citat och tidningsartiklar (Ibid.).

Fallstudien ska vara heuristisk, man ska genom fallstudien kunna förbättra läsarens förståelse av den företeelse som studeras. Den kan förklara varför ett problem uppstått eller bakgrunden till en viss situation. Utvärdering och sammanfattning, vilket gör fallstudien mer tillämpbar, är ett heuristiskt drag (Ibid.).

En fallstudie grundar sig till största delen på induktiva resonemang. Med ett induktivt synsätt utgår man från den information som samlats och försöker hitta en teori som kan förklara den informationen. Hypoteser och begrepp uppstår från informationen som samlas in. Man kan ibland utgå ifrån en preliminär arbetshypotes i början av en fallstudie, men denna hypotes förändras och omformuleras under arbetets gång (Ibid.).

Den kunskap man kan få av fallstudier skiljer sig en aning från annan vetenskaplig kunskap. Kunskap från fallstudier är inte så stor grad abstrakt och teoretisk, utan snarare levande, konkret och direkt. Kunskapen man kan få utav en fallstudie, lika-

så vår erfarenhet, är grundad i en kontext. Denna kunskap kan skiljas från den abstrakta och formella kunskap som kan fås utav andra vetenskapliga metoder. Vid en fallstudie för forskaren, genom sina egna tolkningar, in sin egen erfarenhet och förståelse i studien (Ibid.).

En definition av kvalitativa fallstudier kan vara att det är ”en intensiv, helhetsinriktad beskrivning och analys av en enda enhet eller företeelse” (Merriam, 1994, s.29).

4.6 Sammanfattning

Vi har valt en kvalitativ fallstudie som metod. Den här metoden har passat bra eftersom vi utifrån ett fall, en företeelse velat se samspelet mellan de faktorer som spelar in. Vi har velat se hur Corporate Governance påverkat just i Skandias fall. Vi har försökt förstå bakgrunden till problemet och förstå varför det har uppkommit t ex bakgrunden och problematiken med incitamentsprogram.

5 Teori

I det här kapitlet presenterar vi bakgrunden till Corporate Governance, eller ägarstyrning som det heter på svenska, för att ge läsaren en ökad förståelse om begreppet. I fortsättningen har vi valt att använda begreppet Corporate Governance om inte källan använt den svenska benämningen. Vidare följer ett avsnitt om incitamentsprogram, dess uppbyggnad och problematik.

5.1 Ägarstruktur

I äldre tider var familjen normalt ägare till företaget. Familjen tillhör kategorin personliga ägare. Försäkringsbolag och t ex fonder som placerar andra personers besparingar tillhör kategorin institutionella ägare. Under 1900-talet har ägarspridningen ökat och i många företag har ägarna förlorat kontrollen över bolaget. Kontrollen och makten över företaget har istället gått till professionella ledare. Ägarfunktionen har på det här sättet blivit mer otydlig (Nyberg, 2002).

5.1.1 Agentkostnad

När ledarskapet för ett företag flyttas från ägarna till professionella ledare kan en kostnad som brukar benämnas agentkostnad uppstå. Kostnaden definieras som en förlust av eget kapital som uppkommit till följd av företagsledarens, agentens, val (Nyberg, 2002).

Agentproblem uppkommer i aktiemarknadsbolag eftersom det finns en intressekonflikt mellan aktieägarna och företagsledningen. Aktieägarna vill att företagsledningens ambition ska vara att maximera värdet på ägarnas gemensamma investering, men företagsledningen kanske i vissa fall istället vill använda företagets resurser till privata ändamål. Det här problemet kan visa sig på många sätt. Det kan t ex vara medlemskap i golfklubben för de högsta cheferna, egna jetplan och andra ”förmåner”. Vissa av de här sakerna kan naturligtvis tjäna rimliga syften i företaget, med de kan också vara uttryck för intressekonflikter mellan företagsledningen och aktieägarna (Macey, 1993).

Corporate Governance har under senare år varit i centrum för ekonomisk debatt och forskning. Det är ägarens övervakande funktion som fått en stor del av uppmärk-

samheten. Risken i verksamheten ligger i slutändan på ägarna, de har därför en fördel av att övervaka agentens arbete. T ex vid övervakandet av ledningen, vid personval till ledande befattningar och vid övrig kontakt med företagsledningen spelar ägarna en viktig roll. Det finns ett klart samband mellan ägarstrukturen i ett företag och företagets ekonomiska utveckling och utfall (Nyberg, 2002).

5.2 Corporate Governance

Begreppet Corporate Governance har myntats i den anglosaxiska världen. Corporate Governance innebär en aktiv ägarroll för de institutionella placerarna och deras arbete för att säkerställa att ledningen arbetar för aktieägarnas bästa. Sättet att arbeta med det här skiljer sig naturligtvis mellan företag med ett fåtal ägare och företag med ett stort antal spridda ägare (Landelius, 1998).

5.2.1 Bakgrunden till Corporate Governance

Corporate Governance kommer ursprungligen från USA och Kalifornien. Det var i USA begreppet först tillämpades och utvecklades, sedan fördes det vidare till England. Det är därför den engelska beteckningen har fått stor genomslagskraft. I Sverige återkommer ofta begreppet ägarstyrning. Det amerikanska begreppet ger dock ingen direkt koppling till ägarna, men det är underförstått, åtminstone när det gäller institutionella ägare t ex pensionsfonder och liknande. Corporate Governance handlar om hur ägarna organiserar och utövar sitt ägande, och hur ansvar krävs (Carlsson, 1997).

Den utlösande faktorn för Corporate Governance rörelsen i USA sägs vara Texaco-Bass Brothers affären, som förklarades innan i problemanalysen (2.3). En av ägarna till Texaco var pensionsfonden CalPERS som redan 1984 tillhörde kretsen av de största pensionsfonderna. CalPERS dåvarande ordförande Jesse Unruh reagerade häftigt på Texacoledningens maktmissbruk och CalPERS styrelse tog omgående efter denna händelse beslutet att man inte kunde acceptera att företag man investerat i betar sig på det sätt Texaco gjort. Ytterligare något som upprörde var att det över huvudtaget var tillåtet för företag att köpa tillbaka egna aktier till ett överpris på de övriga aktieägarnas bekostnad. Åtgärder för att förhindra denna typ av agerande från företagen vidtogs bland annat genom att de nyttjade sin rösträtt som aktieägare aktivt vid bolagsstämmor. De beslöt sig även för att verka för att komma

till rätta med andra missförhållanden på den amerikanska aktiemarknaden. Missförhållanden som t ex lagstiftningen att företagen har möjlighet att köpa ut en enskild aktieägare till ett överpris som skadar aktieägarvärdet avsevärt för övriga aktieägare. Det här kan jämföras med att samverka mellan aktieägare inför en bolagsstämma var förbjuden, det här förbudet upphävdes först 1992 efter påtryckningar från CII – the Council of Institutional Investors som bildades av CalPERS och två andra amerikanska pensionsfonder. Andra missförhållanden man försökte rätta till var styrelsens beroende av företagsledningen, styrelsens/företagsledningens löner och ersättningar m.m. (Carlsson, 1997).

Det fondbolag som kom att bli pionjär inom utvecklandet och tillämpningen av Corporate Governance i USA var CalPERS. CalPERS var visserligen de som först reagerade på maktmissbruk och tog de första initiativen för att hitta ett motmedel mot det, men det var vid den tidpunkten dock inte självklart att CalPERS skulle bli den fond som gjorde revolution inom den amerikanska praxisen angående institutionell ägaraktivism (Ibid.).

CalPERS började med att agera på bolagsstämmor i företag som hade konstaterade brister angående Corporate Governance. En erfarenhet man snart fick var att så länge företagen visade ett strålande resultat och föreslog ägarvänliga erbjudanden fick man inget gehör från de övriga aktieägarna. Den här erfarenheten gjorde att de inriktade sig på företag med svag och otillfredsställande resultatutveckling för att få gehör för sina förslag. Ett annat viktigt steg till framgång var att aktiviteterna riktades till styrelsen, i första hand de oberoende ledamöterna, istället för att försöka åstadkomma förändringar i sakfrågor. Den viktigaste åtgärden och det viktigaste instrumentet för framgång blev att försöka stärka styrelsens kompetens och oberoende till den exekutiva ledningen (Ibid.).

Ett fristående konsultföretag, Wilshire Associates, gjorde en analys av CalPERS Corporate Governanceprogram 1994. Analysen visade på att i de företag där CalPERS vidtagit åtgärder kunde man se stora resultatförbättringar. Andra studier av olika analytiker har sedan bekräftat ”att Corporate Governance, aktivt ägarskap, kan vara lönsamt” (Carlsson 1997, s 39).

I Storbritannien kom debatten om en bredare översyn av Corporate Governance igång på allvar i början 1990-talet. Det främsta skälet för diskussionen i England var att stärka aktieägarnas ställning, men även den ekonomiska rapporteringens kvalitet hos aktiemarknadsföretag var en aktuell fråga. År 1991 tillsattes, av bland andra Londonbörsen och the Financial Reporting Council, en särskild arbetsgrupp som under ledning av Sir Adrian Cadbury skulle utreda "the Financial Aspects of Corporate Governance". Initiativet för arbetsgruppen togs bland annat för att utreda det svaga förtroendet för företags finansiella rapporter och även bristen på ansvar i företagsledning. Rapporten från gruppen presenterades i maj 1992, i december 1992 framlades en slutlig rapport. Denna rapport, som kallas Cadburyrapporten, har haft stor betydelse i diskussionen för skärpt praxis angående Corporate Governance, både i Storbritannien och i andra länder (Boman & Låftman, 1993).

5.2.2 *Corporate Governance i Sverige*

Flera av de svenska fondförvaltarna har upprättat egna Corporate Governance principer för hur de själva ska agera. Resultatet av det har inte slagit igenom helt ännu. Respektive styrelse borde ha intresse av att fastställa riktlinjer och kommunicera dessa till omvärlden för att stödja ett samlat ägarintresse och se till att aktieägarvärdet maximeras. För att genomföra det här måste styrelsen besitta den ägarkompetens som krävs i det aktuella företaget. Ägandesituationens utseende kan innebära viktiga skillnader för styrelsen. När det finns en dominerande ägare eller ägargrupp som har ett långsiktigt intresse i företaget kan den ägaren vara till hjälp för styrelsen vid svåra avvägningsfrågor. Det uppstår då mer kontakt med ägarna än den formella kontakt som uppstår vid bolagsstämman. Om ägarbilden däremot är splittrad och ingen ägare direkt vill ta på sig ägarrollen får styrelsen en mycket större utmaning med att själva försöka agera som ägare. I en sådan situation brukar företagsledningen bli väldigt stark eftersom styrelsen ofta varken har den makt eller kompetens som krävs (att leda företaget). Det är betydelsefullt att relativt små ägare agerar och kräver kvalité och ansvarstagande från styrelsen. I den här frågan kan även de med ett begränsat ägande göra stor skillnad (Carlsson, 1997).

5.3 **Aktiespararnas ägarstyrningspolicy**

Aktiespararna var tidigt med i ägarstyrningsdebatten i Sverige. Redan 1993, strax efter att den betydande Cadburyrapporten publicerats, presenterade de "Riktlinjer

för bättre kontroll och insyn i marknadsnoterade bolag” som ett svenskt svar på rapporten. I november 1999 presenterade de en ny Ägarstyrningspolicy. Det var en skärpning och utvidgning av de tidigare utgivna riktlinjerna. Syftet med policyn är att öka de enskilda aktieägarnas förtroende för den svenska aktiemarknaden och den svenska börsen. Det här ska ske genom att man med hjälp av policyn får bättre insyn och kontroll av företagets styrning och då ökar också förtroendet för styrelsen och företagsledningen i marknadsnoterade företag. Riktlinjerna ska verka som ett viktigt stöd vid bevakningen av bolagsstämmor och olika företagsaffärer, emissioner m.m. De vill också att riktlinjerna ska accepteras och vinna kännedom på den svenska aktiemarknaden (www.aktiespararna.se).

Aktiespararna betonar vikten av att ha en fungerande aktiemarknad. En sådan marknad karakteriseras av bl a en god omsättning av de marknadsnoterade bolagens aktier och även av ett stort antal enskilda aktieägare. De enskilda aktieägarna är en viktig grupp när det gäller nytt riskkapital och långsiktigt ägande. För att öka det enskilda ägandet fordras det förtroende för företagsledningen och dess styrelses arbete. Det krävs öppen information för att ägarna ska kunna påverka på ett meningsfullt sätt (Ibid.).

5.3.1 Bolagsstämman

Bolagsstämman är bolagets högsta beslutande organ. Ägarna beslutar där gemensamt om viktiga frågor för bolaget. På bolagsstämman utser man även styrelsen, som sedan ansvarar för förvaltningen av bolagets intressen. Bolagsstämman är aktieägarnas bästa möjlighet till att påverka företagets styrning. Ägarna påverkar genom att nyttja sin rätt att ställa frågor och kräva svar på dessa, de kan också använda den rösträtt ägarna har i frågor som berör olika beslut i företaget. Det är en skyldighet för bolagen att arbeta för att så många aktieägare som möjligt kan delta på bolagsstämman och skaffa sig information angående de beslut som ska fattas där. För att underlätta för aktieägarnas möjlighet att skapa sig en uppfattning, ska bolagen i god tid ange när information från företaget kommer att delges under det kommande året, information såsom delårsrapporter, årsredovisning och även datum för bolagsstämma. Kallelsen till bolagsstämman ska vara så fullständig som möjligt och innehålla föredragningslista och till den grad det är möjligt, förslag till beslut.

Bakgrunden till förslagen bör i vissa fall redovisas, t ex vid riktade emissioner (www.aktiespararna.se)

5.3.2 *Nomineringskommitté*

Aktiespararna rekommenderar alla aktiemarknadsnoterade bolag att etablera en nomineringskommitté. En sådan kommitté ökar kvalitén och öppenheten av styrelsesammansättningen. De blir ett organ som enskilda aktieägare kan vända sig till angående valet av styrelse (www.aktiespararna.se).

Nomineringskommittén ska bestå av 3-5 delegater som är utsedda av ägarna och är tillsatt för att utse styrelseledamöter. Kommitténs ledamöter utses på bolagsstämman och de ska vara representativa för alla bolagets olika ägarkategorier. Det görs en utvärdering av styrelsens arbete i helhet och även av enskilda styrelseledamöters insatser och det ger underlag till kommitténs arbete med att lägga fram förslag med motivering till en kompetent styrelsesammansättning. Förutom styrelsesammansättningen är frågan om styrelsens arvode en uppgift som nomineringskommittén bör utreda och lägga fram förslag om (Ibid.).

5.3.3 *Ersättningskommitté*

Ersättningskommitténs uppdrag är att ansvara för att kompletta och välgenomtänkta avtal om ersättning till företagsledningen upprättas. I ersättningskommitténs uppdrag ingår att hålla ersättningarna på rimliga nivåer. Kommittén ska bestå av tre personer från styrelsen. Hela styrelsen bär dock det yttersta ansvaret angående bolagets ersättningspolicy och kostnaderna för den. Genom att ha en ersättningskommitté får man en mer allsidig och genomtänkt behandling av förmånsfrågor angående företagsledningen (www.aktiespararna.se).

5.3.4 *Revisionskommitté*

Revisionskommittén bör bestå av minst tre ledamöter från styrelsen, dessa ledamöter bör dock inte vara anställda i bolaget. Kommittén kan sedan ta hjälp av lämpliga personer som har rätt kompetens angående ärendet. Revisionskommitténs uppdrag är att förbättra kontakten mellan styrelsen och företagets revisorer, vilket ger större möjlighet till att ägarnas intressen tillvaratas på ett bättre sätt. En revisionskom-

mitté fritar inte styrelsen från det yttersta ansvaret, utan är en underkommitté till styrelsen (www.aktiespararna.se).

5.4 Incitamentsprogram

Grundtanken med incitamentsprogram, att försöka öka de anställdas engagemang genom att de blir långsiktiga ägare i bolaget, stöds av Aktiespararna. Delägarskap till de anställda kan bland annat erbjudas genom att bolaget gör en riktad emission till de anställda. Bolaget ger då ut konvertibler eller teckningsoptioner som inte medför några direkta kostnader för företaget. Det blir istället aktieägarna som får betala med den utspädning som emissionen medför. En förutsättning som Aktiespararna poängterar är att det ska ske på marknadsmässiga grunder och att det ska generera aktieägarvärde (www.aktiespararna.se).

Villkoren för incitamentsprogram, oavsett typ, ska vara väl genomtänkta. Ofta är tilldelningen olika och den bör då stå i rimlig proportion till vederbörandes lön och det bör även finnas en övre begränsning. Det är styrelsen, eller ersättningskommittén om den existerar, som lägger fram förslag angående incitamentsprogram. Styrelsen ska även ha som uppgift att visa hur programmet genererar aktieägarvärde (Ibid.).

Innan företaget bestämmer sig för att införa ett optionsprogram är det viktigt att först fastställa vilket mål man har med införandet. Gäller det t ex att underlätta nyrekrytering, är det en vilja att göra medarbetarna till delägare eller handlar det om att öka motivationen bland de anställda i företaget (Svensson, 2001).

Externa styrelseledamöter bör inte omfattas av incitamentsprogram, utan endast de aktivt arbetande i bolaget. Eftersom styrelsen är de som lägger fram förslag angående incitamentsprogram är det olämpligt att låta styrelsen omfattas av programmet, på grund av jävsproblematik (Hörnberg & Rapp, 2002).

Lösenkursen för optionsprogram bör sättas högre än den aktuella kursen. Det bör göras för att optionerna ska vara ett incitament och inte en belöning för tidigare prestationer (www.aktiespararna.se).

5.4.1 *Optioner*

Optioner blev under 1990-talet en allt mer populär form av motivationshöjare för medarbetarna, det var speciellt vanligt i nya snabbt växande företag som kanske inte direkt kunde betala en hög lön. Medarbetarna lockades istället ta del i framtida vinster. En option innebär en rättighet att vid en förutbestämd tid köpa en aktie till ett förutbestämt pris. Det finns faktorer som påverkar optionens värde, det är bland annat aktiepriset, lösenpriset och löptiden (Svensson, 2001).

5.4.1.1 *Teckningsoptioner*

En teckningsoption är ett värdepapper som man betalar för enligt marknadsvärde när man får det. Företaget som utfärdar optionerna måste enligt aktiebolagslagen kombinera dem med ett förlagslån, som inte har någon funktion. Förlagslånet riktas ofta till ett dotterbolag där lånet ligger kvar plus en optionsbank för eventuellt nytillkommande anställda. När det är dags för inlösen efter t ex tre år så sker det genom ett emissionsförfarande, som innebär en utspädning av aktierna (Svensson, 2001).

En teckningsoption ger innehavaren rätten men inte skyldigheten att inom en viss tidsperiod teckna nyemitterade aktier till en i förväg bestämd teckningskurs. Det utfärdande bolaget är skyldigt att nyemittera aktier till innehavaren av teckningsoptionen om denne kräver det. Det normala är att innehavaren får betala en optionspremie för de rättigheter som en teckningsoption innebär. En teckningsoption kallas vanligtvis optionslån på grund av att en teckningsoption alltid har ett tillhörande skuldebrev. Det är ägarna som på bolagsstämman beslutar om att emittera optionslån. Det enligt lag obligatoriska skuldebrevet kan direkt efter emissionen avskiljas om det angivits i villkoren vid emissionen. Aktiebolagslagen ger ingen vägledning för den nivå på det nominella beloppet som skuldebrevet sätts till. Därför får skuldebrevet ofta ett obetydligt belopp och ges ut bara för att lagen kräver det (Andersson & Bratteberg, 2000).

5.4.1.2 *Köptioner*

En köption ger innehavaren rätten men inte skyldigheten att inom en viss tidsperiod köpa aktier till en i förväg bestämd köpkurs. När innehavaren påkallar sin rätt är utfärdaren skyldig att sälja aktierna. Det är normalt att innehavaren får betala en optionspremie för att få den rättigheten som en köption innebär. Optionspremien

brukar motsvara optionens värde vid förvärvstidpunkten (Andersson & Bratteberg, 2000).

Utfärdandet av köpoptioner regleras inte i lag utan optionen är i grunden ett avtal mellan två parter och kan utformas enligt parternas önskemål (Ibid.).

5.4.1.3 *Personaloptioner*

En personaloption är i de flesta fall en köpoption eller ett optionsliknande arrangemang som avser aktier. Personaloptioner skiljer sig från teckningsoptioner och köpoptioner så till vida att de endast riktar sig till anställda inom företaget, den anställde betalar oftast ingenting för optionen, löptiden är ofta lång, fem till tio år och om anställningen upphör genom uppsägning eller avsked så förfaller optionen vanligtvis (Andersson & Bratteberg, 2000).

För att en option skall falla in under begreppet personaloption krävs det att det som förvärvas i sig inte är ett värdepapper, men att det ger rätten att i framtiden förvärva värdepapper till ett i förväg bestämt pris (Ibid.).

Personaloptionen är en option att förvärva värdepapper som är knuten till anställningen och som inte kan överlåtas. Företaget beslutar om en viss kvalifikationstid, t ex att den anställde får 100 optioner efter ett års anställning. Vid utnyttjande av personaloptionen så beskattas den som inkomst av tjänst. Värdet av förmånen skall beräknas till marknadsvärdet, med avdrag för vad den anställde eventuellt betalat för optionen (Svensson, 2001).

5.4.2 *Utspädningseffekt*

När ett optionsprogram bestående av teckningsoptioner införs så uppstår en indirekt kostnad för de nuvarande aktieägarna, den består av att deras aktieinnehav minskar procentuellt sett. Det här brukar kallas utspädningseffekt, hur stor denna blir beror på vilket marknadsvärde aktierna har på teckningsdagen. Om marknadsvärdet är högre än teckningskursen så kommer bolagets värde per aktie att minska (Andersson & Bratteberg, 2000).

Aktiemarknadsnämnden har sedan sitt första uttalande (1989) om god sed gällande utspädningseffekt ändrat sig angående att sätta en gräns för maximal utspädning.

Den gräns som ursprungligen skulle vara max fem procent har idag uppluckrats till att kunna gå över fem procent om ytterligare en emission genomförs, så länge överlappning i tid inte sker. Aktiemarknadsnämnden har gjort ytterligare ett avsteg från dessa principer och det gäller då speciellt personalintensiva företag där en utspädningseffekt på 14 till 16 procent inte strider mot god sed. Trots dessa avsteg ska fem procent ses som ett riktmärke när det gäller utspädning (Hörnberg & Rapp, 2002).

Aktiemarknadsnämnden skriver i sitt uttalande 2002:1 ”Aktiemarknadsnämnden finner från sina utgångspunkter inte skäl att uppställa någon högre gräns för utspädningseffekten i den ena eller andra meningen”.

5.5 Leolagen

Leolagen är en benämning på lag (1987:464), Lagen om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag m.m. Lagen innebär att beslutskraven sätts högre i marknadsnoterade företag som ska emittera vissa typer av värdepapper till vissa befattningshavare och närstående. Bolag som berörs av lagen (1 § Leolagen) är aktiebolag som enligt insiderlagen är aktiemarknadsbolag, eller dotterbolag till sådana bolag (Andersson & Bratteberg, 2000).

Situationer som omfattas av Leolagen är när bolag fattar beslut angående nyemission av aktier och emission av konvertibla skuldebrev eller teckningsoptioner, och även vid beslut om överlåtelse av ovan nämnda värdepapper som har emitterats av ett bolag inom samma koncern. Det är vid emissioner som är riktade till bland annat styrelseledamöter, verkställande direktör och andra anställda i aktiemarknadsbolag eller annat företag inom samma koncern eller närstående till dessa personer som lagen gäller (4 §). Emissionsbeslutet måste alltid fattas av bolagsstämman. För att stämmans beslut ska vara giltigt måste det ha biträtts av minst 90 procent av de avgivna rösterna och de företrädde aktierna på stämman (3 §). Styrelsen kan besluta om genomförande av emission, men endast under förutsättning att stämman i efterhand godkänner beslutet. När ett aktiemarknadsbolags dotterbolag, som inte är noterat, ska besluta om utfärdande av värdepapper måste beslutet godkännas av bolagsstämman i aktiemarknadsbolaget som är moderbolag (5 §) (Ibid.).

Leolagen uppfyller en viktig funktion på aktiemarknaden med avseende att skapa förtroende för aktiemarknaden och de bolag som agerar på denna. Tanken med Leolagen är att ingen ska kunna utnyttja sin framskjutna position i bolaget för egen vinnings skull. Beslutsprocessen som framgår av Leolagen ska så långt det är möjligt motverka sådant missbruk (Hörnberg & Rapp, 2002).

5.6 Sammanfattning

Under 1900-talet har företagens ägarstruktur förändrats. Kontrollen och makten har i många företag flyttats över till professionella ledare. I det här grundar sig problem som t ex att ledningen förser sig med förmåner på aktieägarnas bekostnad. Det här maktmissbruket har lett till att begreppet Corporate Governance har myntats. De institutionella fondbolagen använder sig av Corporate Governance för att säkerställa att företagsledningen arbetar för aktieägarnas bästa. Incitamentsprogram har blivit en vanlig del i lönepaketet för högt uppsatta chefer i företag. Många företag har valt optionsprogram som incitament. I teoriavsnittet har vi försökt att sammanställa litteratur som behandlar ämnet vi valt. I resultatet som följer kommer ämnet behandlas utifrån en empirisk undersökning.

6 Resultat

Följande kapitel behandlar resultatet av de kvalitativa intervjuer som genomförts med två utvalda respondenter.

6.1 Respondenterna

För att få en djupare insikt i fallet har vi valt att intervjua Petter Odhnoff, kapitalförvaltningschef på Andra AP-fonden och Lars Milberg, chefsjurist på Aktiespararna. Organisationerna de representerar fanns bland dem som profilerade sig i debatten kring Skandias optionsprogram. Aktiespararnas åsikt i ämnet är intressant eftersom de arbetar för aktieägarnas intressen och är den organisation som introducerade ägarstyrningen i Sverige. För att få synpunkter från en institutionell ägare valde vi att intervjua en företrädare för Andra AP-fonden.

6.2 Intervju med Lars Milberg¹, Aktiespararna

6.2.1 *Aktiespararna*

Aktiespararna bildades 1966 och medlemsantalet följer till stor del börsindex, går börsen upp får de fler medlemmar och vice versa. Idag jobbar de på tre ben. För det första är de en traditionell påverkansorganisation, en lobbyorganisation. De ska försöka påverka förutsättningarna för deras medlemmar på bästa sätt. De verkar för att det ska bli så bra lagar som möjligt, så bra skatter som möjligt, att handeln bedrivs på ett bra sätt på börsen och att VPC (Värdepapperscentralen) fungerar bra. Det är nummer ett, miljön för aktieägare. Nummer två är att de ska utbilda sina medlemmar till att bli bra aktieägare. Det tredje benet innebär att de erbjuder ett redskap för det. Det är via dotterbolaget Aktiesparinvest som Aktiespararna erbjuder ett redskap som innebär att med små insatser långsiktigt kunna spara i aktier.

Aktiespararna arbetar mycket med skatter och bolagsfrågor. De sitter med i många olika utredningar. De medverkar på ungefär 400 bolagsstämmor per år och har aktier i alla svenska börsnoterade bolag. Det är på bolagsstämmorna Aktiespararna syns. Aktiespararna har 60 anställda centralt i Stockholm och har 155 lokala avdelningar runt om i Sverige. De flesta orter har en egen organisation som anordnar möten, organisationsträffar, skriver insändare mm. Lokalavdelningarna anordnar 1100 träffar per år.

Ett 30-tal av medlemmarna i Aktiespararna agerar som ombud på bolagsstämmor runt om i landet. I början på varje år samlar Aktiespararna ihop ombuden som anlitas och håller en utbildning som innefattar ny lagstiftning, redovisning, aktiebolagsrättsliga frågor och policies, hur Aktiespararna tycker och tänker.

6.2.2 Ägarstyrning

Aktiespararna har arbetat med ägarstyrning sedan starten år 1966. För ungefär tio år sedan kom begreppet Corporate Governance in i den svenska diskussionen.

Historiken bakom Corporate Governance för oss tillbaka till sekelskiftet, 1800/1900-talets USA då riskkapitalbehovet exploderade, inte minst på grund av man skulle bygga upp sin infrastruktur. Behovet av att ta in externa ägare i företagen ökade. Institutioner och pensionssparande kom till under hela 1900-talet. Det gjorde att ledningen separerades från ägandet. Ägandet fraktionerades och det blev många relativt små ägare och i många fall finansiella ägare som endast var roade av den finansiella synen på det hela. Ägarna använde sig av exitmodellen (de sålde aktierna) när de var missnöjda med företaget, voice (rösträtten) användes inte. Det här fick som konsekvens att företagsledningarna blev relativt starka, det fanns ingen som övervakade företagsledningarna. Ägarna var borta.

Det här var bakgrunden till vad som hände i slutet av 1980-talet, då det uppstod en rad missförhållanden. Det handlade om allt ifrån pensionsvillkor, fallskärmar, bonusar som var underliga och ren kriminalitet, då företagsledningar försvann med pensionskassor och liknande. Övervakningen fungerade inte. Fonderna och institutionerna av olika slag hade vid den här tidpunkten blivit så pass stora att de inte fullt ut kunde använda sig av exitmodellen längre, de var helt enkelt ”för feta för att hoppa från tuva till tuva” enligt Lars Milberg. På grund av de här förhållandena satt ägarna kvar, det fanns ingen köpare och skulle de ha sålt skulle de ha dödat kursen. Det gjorde att i den här brytningsperioden var ägarna tvungna att börja ta ägaransvar, det var inget de strävade efter, de blev helt enkelt tvingade att bli ägare. De var illa rustade och i stor utsträckning är de fortfarande illa rustade för att vara ägare. De är duktiga på finansiell teori, nyckeltals räkning, men de vet inte hur man

¹ Lars Milberg Chefsjurist Aktiespararna, intervju den 16 januari 2003.

odlar en planta i jorden och hundra år senare får ut pappersmassa i andra änden av maskinen. Institutioner och fonder har andra perspektiv i sin placering än så.

Den dåvarande börschefen, Bengt Rydén, tipsade Aktiespararna om att Centralbanken och börserna i London hade tagit initiativ till en utredning om hur man skulle göra för att placera in ägarna i världsordningen igen. Det som hände i England år 1992 var att man tittade på hur ägarna åter skulle kunna få kontroll så att ”management” får en övervakare. De överdrifter som förekommit, inte minst på lönesidan, hade aldrig gått för sig i företag med en stark ägarstruktur. Under jul och nyår 1992 skrev Aktiespararna utifrån utredningen i London (Cadburyrapporten) en svensk variant. De valde ut några saker ur rapporten och tryckte bland annat hårt på nomineringskommitté och revisionskommitté. Våren 1993 började Aktiespararna prata om det här på bolagsstämmorna. Det var den första ägarstyrningspolicyn i Sverige och upptakten till den Corporate Governance diskussion och ägaraktivitet som funnits i Sverige under ett antal år. Aktiespararna har bland annat hjälpt Skandia att skriva deras ägarstyrningspolicy och det har sedan blivit fler och fler företag. Nu kan man till och med se institutioner som reagerar mot företag på bolagsstämmor.

Den amerikanska utvecklingen på det här området har varit vägledande i många fall, både som avskräckande exempel och som gott föredöme. Exemplet CalPERS kan nämnas, det är Kaliforniens offentliganställdas pensionsmedel. CalPERS är väldigt aktiva när det gäller ägarstyrning, de gör en lista av underpresterande företag, en så kallad ”shitlist”. De följer bolagen på listan noggrant och om det inte blir en förbättring kommer de att agera. Det här sätter fart på företagen naturligtvis. Det sätter även fart på aktiekursen eftersom fler köper de här aktierna när de vet att CalPERS har vidtagit åtgärder för att förbättra företaget.

6.2.2.1 Ägarstruktur

Det är skillnad på företag med stark och svag ägarstruktur. Det är t ex otänkbart enligt Lars Milberg, att Lars-Erik Petersons (Skandias VD) struktur på ersättning skulle ha kunnat ske i IKEA eller H&M, eftersom de bolagen har en ägare vars egen ekonomi direkt är relaterad till företagets. Ifall det betalas ut en halv miljard från företaget påverkar det i stor grad ägarens ekonomi också, och då förekommer det inte. Ett favoritobjekt i det här sammanhanget, som aldrig verkar bättra sig, är

Skandia. Skandia har synpunkter utåt sett, men själva är de ett företag som saknar en stor stabil ägare. De har många små ägare och är därför helt enkelt ett tjänstemannastyrkt bolag. Det är sannolikt inte någon slump att gång efter annan kommer villkoren för Skandiaanställda upp för diskussion.

6.2.2.2 *Kommittéer*

Nomineringskommitténs uppgift är att vaska fram så bra kandidater som möjligt för att presentera på bolagsstämman så att bolagsstämman kan avgöra. Beslutanderätten ligger på bolagsstämman.

Problemet med att tjänstemän beviljar sig själva och varandra förmåner, är sprunget ur att företagen har dåliga styrelser, som är sprunget ur att de i sin tur har dåliga ägare som inte tar sitt ansvar. Med nomineringskommittéer har det skett en förbättring. Till en början möttes Aktiespararna av negativa reaktioner angående tillsättning av kommittéer. Trenden är att acceptansen har ökat påtagligt under de tio åren som Aktiespararna har hållit på med kommittéer. När det gäller revisionskommittéer t ex, behövs revisionsskandalerna i USA bara nämnas för att förstå att ödmjukheten och förändringsbenägenheten drastiskt har förändrats de senaste åren.

I London och New York har börserna infört krav på att företag ska ha infört kommittéer. I Stockholm finns det inget krav från börserna angående kommittéer, det trycket kommer från ägarna. Lars Milberg menar att Stockholmsbörsen har blivit en teknikplats där man har prioriterat att köpare och säljare ska hitta varandra. Problemet är att hitta ett system för övervakning så att vanliga människor vågar trycka på köp- respektive säljknappen. Det är de fungerande systemen som attraherar placerare när de vet att de kan göra affärer utan att bli lurade. Stockholmsbörsen är ett dotterbolag till OM. OM är ett tekniskt bolag som är duktiga på att göra system för att handla med aktier. Men enligt Lars Milberg har man underskattat övervakningens betydelse och roll i det här sammanhanget.

6.2.3 *Incitamentsprogram*

Aktiespararna är positiva till rimligt utformade incitamentsprogram som gör att ägare och anställda får samma intresse för företagets goda utveckling. Det bästa incitamentsprogrammet som ger den bästa samstämmigheten med ägarna är om de anställda blir aktieägare i företaget. Det är ett långsiktigt åtagande. Flera av de in-

incitamentsprogram som finns är inte ens avsedda att göra de anställda till ägare, utan är endast en avräkning för hur aktiekursen går under löptiden. Mellanskillnaden räknas sedan ut och betalas ut kontant. Lars Milbergs mening är att om det endast är pengar som motiverar människor i framtiden att göra det lilla extra och få belöning för det extraordinära har vi hamnat i en trist spiral. Flertalet av dem som de tre senaste åren har fått optioner, har inte fått ett öre för sina optioner. Man kan fråga sig hur de upplever sin situation nu, om de känner att de har kastat bort 3-4 år av sitt yrkesliv. De har fått en hyfsad lön under tiden, men de har inte fått någon vinst av optionsinnehavet.

Det finns incitamentsprogram som Lars Milberg vill framhålla som fungerande t ex Handelsbankens Oktogonen, en stiftelse som bildades i början på 70-talet. Där jämför de sig med sina konkurrenter. De åren då Handelsbanken går med vinst som överstiger snittet för branschen, med rensning av sådant som inte kan påverkas av personalen. Av överskottet behåller företaget en tredjedel, ägarna får en tredjedel och de anställda får en tredjedel som sätts av i en stiftelse som sedan kan tas ut när man fyller 55 år. Handelsbanken har belönat det extraordinära, de har en långsiktighet i sitt belöningsystem och man kan konstatera att det är den bank som gått bättre än snittet under alla de här åren. Det fungerar styrmässigt också.

6.2.3.1 *Negativ publicitet*

När ägarna kritiserar företags handlingsätt finns det risk för negativ publicitet i media. Den negativa publiciteten kan skada förtroendet för företaget och det skadar då även ägarna. Den här frågeställningen ställs Aktiespararna inför i de flesta frågor. Inte minst i dagens läge, när förtroendet för aktiemarknaden är sargat. Frågan är om de ska påtala oegentligheter eller missförhållanden i företagen och späda på det misstroende som redan finns. Aktiespararna verkar inte för att vara några stoppklossar. De har inte några andra mål än att få företag på lång sikt att gå bra, vilket även borde ligga i företagsledningens intresse. Det är tidshorisonten som avgör, ledningen vill ha ut så mycket som möjligt så snabbt som möjligt. Många finansiella ägare har samma inställning, så mycket pengar så snabbt som möjligt, medan Aktiespararnas perspektiv är mycket längre. Funderingarna kring negativ publicitet har de vid varje tillfälle. Lars Milberg kan inte påminna sig att det någonsin har medfört att de hållit tyst eftersom det funnits risk att förvärpa situationen. De uppfattar sin uppgift som att de ska agera när de hittar någonting de inte gillar. Kritik

mot Aktiespararnas agerande jämför Lars Milberg med att skjuta på budbäraren och det är fel målgrupp. De måste lyfta fram dem som har begått felet. Skandias fall var intressant eftersom institutionerna öppet och tydligt, framför allt Tomas Nicolin, Tredje AP-fonden, sa vad de tyckte. Skandia försökte hindra Tomas Nicolin att säga sin mening på bolagsstämman. Det var Aktiespararnas VD, Lars-Erik Forsgård, som kritiserade podiet på bolagsstämman och krävde att Tomas Nicolin skulle få tala. Öppenhet och transparens skadar inte, enligt Lars Milberg.

6.2.4 *Skandia*

Aktiespararna var kritiska till det förslag angående optionsprogram som Skandia presenterade inför sin ordinarie bolagsstämma år 2002. De röstade nej till optionsprogrammet som lades fram som förslag på den extra bolagsstämman senare samma år.

6.2.4.1 *Utspädning*

I s.k. personalintensiva företag kan det ibland accepteras en högre utspädning. Frågan är om Skandia tillhör den kategorin av företag. Enligt Lars Milberg är det knappast troligt att en försäkringsförsäljare skulle vara viktigare än en verkstadsarbetare för respektive företags utveckling. Personal med spetskompetens finns inom båda yrkesområdena. Personalen är viktig helt enkelt.

6.2.4.2 *Svag ägarstruktur*

Skandia lyssnar inte på sina ägare eftersom de inte har några ägare som vidtar åtgärder. För att ändra den trenden måste ägarna enligt Lars Milberg vara hårdhänta. Tomas Nicolins agerande angående Skandias förslag till incitamentsprogram var alldeles utmärkt. De måste reagera lite tidigare än vad Tomas Nicolin gjorde, men på samma sätt. Institutionerna måste prata mer med varandra. Det gör de numera. Volvo Renault affären 1993, var brytningspunkten som gjorde att de började prata med varandra. Det var första gången som institutionerna diskuterade sig fram till ett gemensamt ställningstagande.

6.3 Intervju med Petter Odhnoff², Andra AP-fonden

Andra AP-fonden är en organisation som i högre grad än Aktiespararna har krav på sig att tjäna pengar. De förvaltar pensionsmedel och har naturligtvis som uppgift att öka de medlen. Deras perspektiv skiljer sig därför en aning från Aktiespararna

6.3.1 *Andra AP-fondens bakgrund*

Andra AP-fonden bildades i januari 2001. Fram till dess var Första-, Andra- och Tredje AP-fonden en integrerad fond som förvaltades av Första AP-fonden i Stockholm. De innehöll endast räntebärande papper och fastigheter. I samband med den pensionsreform som genomfördes bestämdes att det skulle finnas fyra AP-fonder, var och en med ungefär lika mycket pengar. Andra AP-fonden etablerades i Göteborg. Andra AP-fondens uppgift är att förvalta pensionsmedel, genom placering i bland annat aktier.

6.3.2 *Ägarstyrning*

Ägarstyrningen har successivt utvecklats under 1990-talet, som svar på det ansiktslösa kapitalet. Petter Odhnoff menar att många fondbolag som helt plötsligt blev stora ägare, inte hade planerat det från början. Storbankernas fondavdelningar var helt plötsligt stora ägare. Initialt använde man sig till stor del av modellen att sälja om man inte var nöjd, men till slut kunde ägarna inte springa och gömma sig längre. Som ägare måste man stå för något, och agera så att det gagnar företaget och de aktier man äger.

6.3.2.1 *Ägarstyrningspolicy*

Andra AP-fonden är relativt stora ägare i många bolag, att ägarstyrningspolicy är något de både måste och vill ha. Det är styrelsen som fattar de yttersta besluten. När ledningen på fonden ska verkställa de besluten, måste de ha en policy att utgå från vid beslut i löpande frågor. De måste t ex ha något att luta sig emot när de ska ta ställning till saker på bolagsstämmor. Även vid kommunikation med de bolag som Andra AP-fonden äger aktier i är policyn viktig. Policyn visar vad de tycker, t ex att det ska finnas fler kvinnor i styrelserna, att man ska ha revisionskommittéer och hur incitamentsprogram ska se ut. Det finns även etiska och andra aspekter angående affärsverksamhet inkluderat i policyn. Petter Odhnoffs mening är att ju fler som

² Petter Odhnoff Kapitalförvaltningschef Andra AP-fonden, intervju den 15 januari 2003.

kommunicerar med bolagen på det här sättet, desto större chans är det att man får gehör för det. Andra AP-fondens syfte med att äga aktier är att tjäna pengar. Syftet med ägarpolicyen är helt enkelt att de vill att bolagen ska bli bättre så att aktierna blir mer värda.

6.3.2.2 *Agerande vid missnöje*

Om Andra AP-fonden är missnöjd med ett företags agerande, kommunicerar de med bolaget angående ärendet. De säljer endast aktierna som en sistahands åtgärd. Det gäller att veta vad man ska lägga sig i. Det är framför allt styrelsesammansättningen som är påverkbar för ägarna. Ägarna kan naturligtvis ha synpunkter på hur saker och ting sköts, men styrelsen är deras förlängda arm till att sköta bolagets verksamhet. Det är på bolagsstämmorna som ägarna i första hand påverkar. Dock för Andra AP-fonden naturligtvis en informell diskussion med de bolag som de äger aktier i när de tycker någonting. De har t ex skickat ut ett brev med att de tycker att det är väsentligt att fler kvinnor kommer med i styrelser.

Ett annat sätt att påverka är att ägare går hop. Andra AP-fonden kan t ex gå ihop med de andra AP-fonderna och stora fondbolag som t ex SEB. Enligt Petter Odhnoff händer det ibland att de träffas och diskuterar ett bolag, speciellt när en fråga är lite het. Skandia var ett sånt fall där Andra AP-fonden hade en löpande dialog med de sju, åtta största ägarna i bolaget, där de pratade relativt öppet om vad de tyckte och tänkte.

I de fall ägarna inte tycker att styrelsen lyssnar på vad ägarna säger, blir nästa sak att se över om bolaget har rätt styrelse.

6.3.2.3 *Kommittéer*

De flesta bolag har idag tillsatt nomineringskommitté, ersättningskommitté och revisionskommitté.

Vid tillsättning av t ex styrelse har dock Andra AP-fonden inte så mycket att säga till om, eftersom de i snitt är enprocentiga ägare. Det gäller då, när ett antal institutioner diskuterar en fråga, att kunna argumentera kring sina frågor, så att man vinner gehör för sina åsikter. När det gäller styrelser tycker Petter Odhnoff att bristen på kvinnor i styrelserna är ett stort problem, där har nomineringskommittéerna misslyckats.

6.3.3 *Incitamentsprogram*

Företag har ofta kompensationspaket i tre delar. Paketet består av lön, bonus som ofta är prestationsbaserad och en kompensation som är kopplad till aktiekursen, vilket ofta är ett optionsprogram.

Enligt Petter Odhnoff ska incitamentsprogram vara rimliga, tydliga och rättvisa. Han har inget principiellt emot incitamentsprogram. Andra AP-fonden ser gärna att företagsledningen äger aktier i en rimlig omfattning, i det bolag man arbetar. Företagsledningen bör äga aktier i företaget och inte bara optioner, eftersom aktierna har ett värde. Det kan finnas ett värde i att aktiekursen ligger still. Man ska inte ha för mycket optioner, helt enkelt av det skäl att man kan ha en annorlunda syn på vilket risktagande som skall ske, beroende på om man äger optioner eller aktier. Petter Odhnoff menar att de här frågorna definitivt inte är penetrerade tillräckligt mycket i debatten idag. Han tycker att det är viktigt att hitta andra kriterier som t ex lönsamhet, kassaflöde och annat som kan ligga till grund för incitament.

6.3.4 *Optionsprogram*

Optionsprogrammen har blivit vanligare och vanligare. Tanken är att om aktiekursen går upp så tjänar innehavarna av optionerna pengar och samtidigt tjänar aktieägarna pengar på grund av den ökade aktiekursen. Ifall det fungerade på det sättet borde alla vara nöjda och glada.

Andra AP-fonden tycker det är viktigt att veta vad som styr tilldelningen av optioner. De tycker att belöningsystem ska vara kopplade till en prestation som någon har utfört, eftersom de är positiva till att man har bra kompensation för väl utfört arbete. De tycker dock att det finns mycket att göra med de kompensationsprogram som finns nu. När det gäller optionsprogram finns det en stor del frågetecken.

6.3.4.1 *Oskäligen ersättning*

När börsen gick bra under 90-talet genererade det extremt stora pengar i vissa företag. Frågan är då ifall ersättningen är skäligen. Företagsledningen eller ansvariga personer måste i så fall ha kunnat påverka aktiekursen på ett påtagligt sätt. T ex om räntan halveras och börsen sannolikt går upp eftersom avkastningskraven är mycket lägre, då får företagsledningen kompensation för det utan någon motprestation.

Samma situation uppstår när ett företag gör ett fantastiskt arbete i ett läge där börserna går ner, t ex att aktiekursen går ner mycket mindre än vad den gör för jämförbara företag på grund av att företagsledningens prestation. Då står företagsledningen utan kompensation fastän de verkligen presterat något.

6.3.4.2 Lösenkursen

Vissa ägare tycker att det ska vara en hög lösenkurs på optionerna. Lösenkursen ska verka som ett krav på motprestation. Enligt Petter Odhnoff har han en speciell uppfattning i den här frågan. Han är inte säker på att en hög lösenkurs nödvändigtvis är bra. Andra AP-fonden föredrar affärsmodeller som har en rimlig utkomst. Om en företagsledning tjänar pengar på om aktien går över en viss tröskel, då har ledningen en tendens att välja högriskprojekt framför projekt som leder till mer rimliga utkomster, eftersom de inte får något om kursen inte går över den satta tröskeln. En aktieägare kan vara väldigt nöjd om kursen endast sjunker något, därför att alla andra kurser sjunker väsentligt mycket mer. Företaget kan ha gjort ett fantastiskt arbete i det läget, men om någon har en option är den fullständigt värdelös och då är det arbetet inte "värt" något. Det här är en svår fråga, där inte något bra kollektivt svar finns ännu. Petter Odhnoff tycker att tröskeln ska ligga i prestationen i arbetet, inte så stor del i aktiekursen.

6.3.4.3 Utspädning

Utspädningseffekten är ett frågetecken. Optionsprogram får som följd att det blir en utspädning av aktiekapitalet. Eftersom bolaget ger ut nya aktier, finns det sedan fler aktier i bolaget än vad ägarna hade från början

Långsiktigt är utspädningen det största problemet för ägarna, angående optionsprogram, enligt Andra AP-fonden. Problemet för dem är utspädningen på avkastningen, som blir följden av att kapitalet späds ut. Själva invändningen mot incitamentsprogram är att avkastningen minskar.

Vid värderingen av ett företag som har ett incitamentsprogram, tittar Andra AP-fonden konkret på utspädningseffekten på programmet. Det här förekommer t ex när de överväger en placering i ett företag.

I Sverige har det varit någorlunda acceptabelt att så länge företagen inte späder ut aktiekapitalet för de övriga ägarna med mer än tio procent över en tioårsperiod,

hålls det inom rimliga ramar. I USA är det väsentligt mycket mer i vissa fall. Det händer att hela mervärdet tillfaller företagsledningen. Det är svårt att avgöra när en högre grad av utspädning kan accepteras menar Petter Odhnoff. I ett forskningsbolag där bolaget har en mycket stor del av sitt förädlingsvärde i de personer som arbetar där, kan det vara tänkbart att ett incitamentsprogram späder ut mer än tio procent. I företag som har mycket kapital, i förhållande till förädlingsvärdet per individ, kan tio procent vara mycket. Det beror ifall tyngdpunkten på ”value added” (av förädlingsvärdet) ligger i arbete eller i kapital. Om tyngdpunkten ligger i arbete, kan man eventuellt tillåta över tio procent. Då tyngdpunkten inte ligger i arbete, kan man ibland inte ens tillåta upp till tio procent.

6.3.4.4 Redovisning av kostnad för utspädning

Kostnaden för utspädningen går rakt emot balansräkningen och syns därför inte eftersom den slår mot det egna kapitalet. Lönen och bonusen går över resultaträkningen, man ser därför direkt vad den kostar. Att kostnaden för optionsprogrammet inte syns i resultaträkningen, har tagits upp som frågetecken från ägarnas sida.

6.3.5 Skandias optionsprogram

Andra AP-fonden var emot det första förslaget angående införande av optionsprogram för år 2003-2005. De röstade för det förslag som presenterades på den extra bolagsstämman år 2002.

Skandias optionsprogram innehöll många frågor som var problematiska för ägarna menar Petter Odhnoff. Andra AP-fonden tyckte framför allt att det var ett väldigt stort program. Det handlade om väldigt mycket pengar. Nuvärdet på de optioner som Skandia var på väg att dela ut, var värda ungefär lika mycket som hela utdelningen till aktieägarna. Det tyckte Andra AP-fonden var orimligt.

Programmets löptid var tre år. Eftersom institutionerna hade kommit in relativt sent i frågan ansåg Andra AP-fonden att de kunde leva med att Skandia hade det programmet i ett år, men inte i tre år. Det var egentligen det som de röstade nej till. Andra AP-fondens åsikt var att släppa igenom optionsprogrammet på ett år och på det sättet ge Skandia det året på sig att arbeta fram ett nytt bättre förslag. Det var helt enkelt en bedömningsfråga från deras sida. De trodde att det hade skadat Skan-

dia mer att säga nej helt och hållet. Programmet blev ettårigt eftersom det var flera institutioner som följde Andra AP-fondens linje med en kompromiss till ett år.

Det fanns även allmänna frågor angående optionsprogrammet, t ex att det var otydligt hur tilldelningen skulle gå till. Programmet var även väldigt dåligt kopplat till prestation, så som ägarna kunde se det. Företagsledningen och styrelsen hade med all sannolikhet goda ambitioner i frågan.

6.3.5.1 Införandet av optionsprogrammet

Skandias styrelse, ersättningskommittén som består av Bill Mesdag, Melker Schörling som är styrelseledamöter och styrelseordförande Lars Ramqvist träffade de institutionella ägarna en gång och lade fram ett förslag. Ägarna förde då fram kritik mot förslaget. Det kom sedan ett nytt förslag, som ägarna heller inte var nöjda med. Det kompromissades en del mellan ägarna och Skandia, sedan brast det i kommunikationen. Den grupp som hade utsetts från ägarna att kommunicera med styrelseordföranden fick i uppgift att gå tillbaka till ägarna med förslaget. I det fallet menar Petter Odhnoff, att tydligheten troligtvis inte var fullständig emot Skandia. Skandia trodde förmodligen att de skulle få igenom det förslaget, därför blev de aningen överraskade när de presenterade sitt förslag.

Två dagar efter Skandia presenterat sitt förslag kom Tomas Nicolins artikel med kritik angående förslaget ut i DN. Då hade även Andra AP-fonden skrivit ett brev till styrelseordförande angående förslaget eftersom de märkte att deras åsikter inte hörsammats. Eftersom bolagsstämmoveckan redan var inne, genererade detta flera möten som var hastigt hopkomna. I den här vevan hotade Skandias Styrelseordföranden med sin avgång och det var mycket rykten som florerade. Precis innan bolagsstämman hade Skandia ett styrelsemöte, då styrelseordföranden meddelade att Skandia drar tillbaka förslaget angående optionsprogram från bolagsstämman och utlyser en extra bolagsstämma kring den frågan.

I ett brev som Skandia fick innan bolagsstämman, uttalade sig institutioner som var med då, som representerar mer än 90 procent (med viss reservation för den siffran), att de skulle rösta för ett ettårigt förslag. Brevet med det uttalandet satt styrelseordförande och viftade med på bolagsstämman. Förslaget förkortas därefter till ett år.

6.3.5.2 *Negativ publicitet*

Frågan om negativ publicitet leder till för stor skada, både för företaget och för ägarna, i ett fall som Skandias, är i allra högsta grad relevant enligt Petter Odhnoff. Andra AP-fonden anser dock att den kortsiktiga förlust de eventuellt gör på att åsamka företag problem vid en bolagsstämma, är mindre allvarlig än de långsiktiga problem som de kan få om de struntar i att reagera.

6.3.5.3 *Utspädningen*

Skandia har sannolikt haft ett högt beroende av individer då man eventuellt kunnat tänka sig tio procents utspädning. Men Petter Odhnoff tycker inte att Skandia går att jämföra med ett forskningsbolag där några professorer är i en unik ställning för att skapa ett visst värde. Där finns en väsentlig skillnad.

Enligt Petter Odhnoff ska man i Skandias fall, för att kunna acceptera en högre utspädning, entydigt kunna se att Skandia har klarat de svårigheter som företaget stått inför mycket bättre än vad man kunnat förvänta sig. Man får ställa det i relation till någon slags medianavkastning för ett liknande bolag. Det viktiga är att koppla det till prestationen, men det är också viktigt att det inte blir för stort.

6.3.5.4 *Internationell praxis*

Andra AP-fonden tycker att det var ett väldigt svagt argument från Skandias sida att hänvisa till internationell praxis. Det ligger dock en hel del i att om de ska uppträda på den amerikanska marknaden så måste de ha villkor som fungerar på den amerikanska marknaden.

6.3.5.5 *Den extra bolagsstämman*

Tredje AP-fonden och Länsförsäkringar röstade nej även till det reviderade förslaget. Det var ändå 90 procent som röstade för. Den extra bolagsstämman var väldigt välbesökt. Det var många nyfikna åhörare, men det blev en rejäl debatt. Debatten var infekterad eftersom Skandia hade gått hårt åt Tomas Nicolin, som ville försvara sig. Tomas Nicolin var helt klart den som stod i fronten för hela debatten. Enligt Petter Odhnoff visade Tomas Nicolin stort civilkurage när han ställde sig upp på den första bolagsstämman och, under det trycket som var, höll det anförandet han gjorde.

6.3.5.6 Påverkan

Petter Odhnoff menar att man känner av en slags påverkan, när man röstar för- eller emot något. Det upplevs att man måste ha mer underlag för att rösta nej till ett styrelseförslag än för att rösta ja. Det borde inte vara så, men i realiteten vill Petter Odhnoff erkänna att det förmodligen är så. Det får mer konsekvenser som inte styrelse och andra har planerat för, om man går emot förslaget.

6.3.5.7 Förslag för år 2004

Petter Odhnoff tror att det kommer att ställas högre krav på optionsprogram den här våren, än vad det gjordes förra våren, för att få ägarnas röst. Eftersom Leolagen används i de här sammanhangen behövs det endast tio procent negativa röster, av de som är närvarande på stämman, för att välta förslaget.

6.4 Sammanfattning

Aktiespararna var de som introducerade Corporate Governance diskussionen i Sverige. Många företag har numera egna ägarstyrningspolicies. Framförallt för institutionella ägare är ägarstyrningen är ett viktigt verktyg. Enligt Lars Milberg borde ägarna bli mer hårdhänta och använda sig av ägarstyrning i större grad. Andra AP-fonden har en egen utvecklad ägarstyrningspolicy. De anser att det är mycket viktigt för att ha något att stödja sig på vid beslut. Båda respondenterna är positiva till rimligt utformade incitamentsprogram. Petter Odhnoff anser att det största problemet för aktieägarna angående incitamentsprogram är utspädningseffekten som uppstår.

I Skandias fall anser båda respondenterna att Skandias förslag var alltför omfattande och de röstade båda nej till det första förslaget. Aktiespararna röstade även nej till det reviderade förslaget, medan Andra AP-fonden var med och arbetade fram den kompromiss som sedan röstades igenom.

7 Analys

I Analysavsnittet kommer vi att föra en diskussion som ska leda oss fram till olika slutsatser. Vi kommer att dra paralleller mellan litteraturen och resultatet från intervjuerna med de två respondenterna.

7.1 Ägarstyrning

Corporate Governance eller Ägarstyrning blev ett begrepp när Aktiespararna införde det i den svenska debatten 1993 efter att de studerat utvecklingen utomlands. De senaste åren har de institutionella ägarna varit tvungna att utöva aktivt ägande i de bolag de placerar sitt kapital, eftersom de har blivit så pass stora ägare. Anledningen till att de är tvungna att använda sitt inflytande är att flera av bolagen är tjänstemannastyrda på grund av en alltför splittrad ägarbild. För att råda bot på detta problem har ägarstyrning blivit ett allt viktigare instrument.

I Sverige har ägarstyrningen utvecklats successivt sedan början på 1990-talet. Båda respondenterna har märkt av utvecklingen men på olika sätt. Aktiespararna har varit med och lett arbetet med att föra ägarstyrningen framåt, medan Andra AP-fonden är nybildad och har insett att ägarstyrningen är viktig för institutionella ägare på aktiemarknaden.

Till en början var ägarstyrningen något som möttes av negativa reaktioner från företagen. Allt fler skandaler i företag har gjort att attityden blivit mer ödmjuk, ägarstyrning är idag ett etablerat begrepp.

På frågan om ägarstyrningen är här för att stanna är båda respondenterna överens. De anser att det är ett måste för stora ägare att utarbeta en policy för sitt ägande.

7.2 Incitamentsprogram

Personalens kunskap blir allt viktigare för företagen. För att personalen ska bli engagerad och motiveras till att stanna i företaget har det blivit vanligare med incitamentsprogram av olika slag. Optionsprogram är ett av de vanligaste belöningsystemen som förekommer i aktiemarknadsbolag. Utformandet av optionsprogrammen är det som varit uppe för debatt. Optionerna har kallats för gratisoptioner eftersom de utdelats utan krav på motprestation eller risk för förlust. Debatten har

också handlat mycket om att företagsledningar i företag utan starka ägare som skott sig själva på ägarnas bekostnad.

Respondenterna anser båda att incitamentsprogram är bra om de är rimligt utformade så att både ägare och anställda har företagets bästa i åtanke. För att få långsiktighet i ägandet är det viktigt att företagsledningen äger aktier och inte bara optioner.

Petter Odhnoff anser att utspädningen är det största problemet på lång sikt eftersom det medför en mindre avkastning för ägaren. I företag som i hög grad är beroende av sin personal t ex forskningsföretag, är det mer troligt att ägarna accepterar en högre utspädning.

Aktiemarknadsnämnden har i sina uttalanden under åren ändrat uppfattning när det gäller utspädning av aktiekapitalet. Till en början angavs en gräns på fem procent och i sitt senaste uttalande har gränsen tagits bort.

7.3 Skandias optionsprogram

Den största kritiken mot optionsprogrammet var att det var väldigt omfattande, det handlade om oerhört mycket pengar. Kritiken handlade också om att det var dålig koppling till prestation. När Skandia fick klart för sig att de inte skulle få majoritet för sitt förslag på den ordinarie bolagsstämman tog de tillbaka förslaget och utlyste en extra bolagsstämma. Andra AP-fonden föreslog en kompromisslösning som röstades igenom på den extra bolagsstämman. Kompromissen innebar att löptiden förkortades till ett år, det året skulle Skandia använda till att arbeta fram ett mer rimligt förslag. Aktiespararna röstade nej även till det andra förslaget.

De institutionella ägarna utövade aktiv ägarstyrning i det här fallet Petter Odhnoff tror att det kommer bli svårare i framtiden för företag att få igenom orimliga optionsprogram såsom Skandias.

Skandia anser att personalen är deras viktigaste resurs därför anser de inte att incitamentsprogrammet leder till orimlig utspädning trots att den övre gränsen är satt till tio procent. Aktiespararna anger i sin ägarstyrningspolicy att fem procent är den gräns som bör sättas för utspädning. Lars Milberg anser att personalen är viktig oavsett vilken bransch företaget är verksam i. Han menar att det inte är någon skill-

nad på försäkringsförsäljare eller verkstadsarbetare när det gäller hur viktiga resurser de är för företaget.

8 Slutsatser

8.1 Ägarstruktur

Under fallstudien har vi insett att ägarstrukturen har en stor betydelse för företagets välmående. Splittrat ägande är ett fenomen som uppstått på grund av att allt mer kapital placeras i aktier. På senare år har detta blivit ett problem som fått till följd att företagsledningarna har arbetat för sina egna intressen snarare än ägarnas. Skandias problem är att de har blivit ett tjänstemannastyrt bolag som inte tar hänsyn till ägarnas åsikter. Detta problem hade kunnat avhjälpas om Skandia haft en eller flera ägare som tagit sitt ansvar.

Vi anser att Skandia skulle må bättre av att ha starka ägare som kan medverka till att stärka förtroendet för företaget och dess ledning.

8.2 Optionsprogrammet

Anledningen till att ett incitamentsprogram införs är att företaget vill motivera sina anställda. Skandia har de senaste åren valt optioner som incitament. Optionsprogrammen har sedan starten fått kritik från olika håll på grund av den allt för förmånliga utformningen. Den dåliga kopplingen till prestation märks väldigt tydligt i Skandias fall eftersom incitamentsprogrammet endast är kopplat till aktiekursen, som är svår för de anställda att påverka. Vi anser att ett bättre alternativ skulle kunna vara, som Petter Odhnoff föreslog, att jämföra aktiekursens upp- och nedgång med företag i samma bransch för att få en bättre koppling till prestation.

8.3 Egna Reflektioner

Ämnet är väldigt intressant eftersom det är aktuellt. Sedan vi började med denna uppsats har det varit en händelserik period för Skandia, vi har följt utvecklingen i med intresse. De har t ex sålt sin amerikanska del av verksamheten där den största tilldelningen av optioner skulle ha skett. Det senaste i utvecklingen är att Skandias styrelseordförande Lars Ramqvist har meddelat att han avgår vid bolagsstämman 2003. De senaste årens börsras och den negativa publiciteten den senaste tiden tror vi har bidragit till att Lars Ramqvist valt att avgå. Den negativa publiciteten har bestått av allt ifrån hot om avgång om inte incitamentsprogrammet röstades igenom, till lägenhetsaffärer där anhöriga till företagsledningen fått tillgång till attraktiva lägenheter i centrala Stockholm.

Styrelseordförandens avgång tror vi bara är början på en förändring i Skandia som indikerar att ägarna har börjat ta sitt ansvar.

8.4 Förslag till vidare arbete

Det vore väldigt intressant att göra en kvantitativ undersökning angående en stark- respektive svag ägarstruktur. Man skulle kunna utgå från företagens ägarstruktur och se om det är någon skillnad på företagens resultat som man kan hänföra till ägarstrukturen.

9 Källförteckning

- Aktiespararnas ägarstyrningspolicy*. (2001). [Elektronisk].
<http://www.aktiespararna.se/files/%C3%84garstyrningspolicy%200111.pdf>
[2002-11-14].
- Andersson, Lennart & Bratteberg, Johan (2000). *Incitamentsprogram: Belöningsformer för anställda – vinstdelning, optioner, försäkringar mm* Näsviken: Björn Lundén Information AB.
- Backman, Jarl (1998). *Rapporter och uppsatser* Lund: Studentlitteratur.
- Boman, Ragnar & Låftman, Lennart (1993). *Redovisa företagsledarnas förmåner* Stockholm: SNS Förlag.
- Carlsson, H Rolf (1997). *Ägarstyrning – Om Corporate Governance från Wallenbergsfär till offentlig sektor* Falun: Ekerlids förlag.
- Genborg, Kenny (2002). Skandias ägare gav Ramqvist bakläxa. [Elektronisk]. *Göteborgsposten ekonomi*, 18 april. Tillgänglig: <<http://www.ad.se/>> Sökord: Skandia/Optionsprogram [2002-11-05].
- Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn (1997). *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder* 2:a uppl. Lund: Studentlitteratur.
- Hörnberg, Johan & Rapp, Magnus (2002) *Aktierelaterade incitamentsprogram – Interaktion mellan bolag, marknad & god sed* Stockholm: Stiftelsen för börsrätt.
- Landelius, Anders & Treffner, Jan (1998) *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* Falun: Ekerlids förlag.
- Macey, Jonathan R (1993). *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys* Stockholm: SNS förlag.
- Merriam, B Sharan (1994). *Fallstudien som forskningsmetod* Lund: Studentlitteratur.

Munck, Johan, Skog, Rolf & Boman, Ragnar (2002). *Aktiemarknadsnämnden uttalande 2002:01: Incitamentsprogram*. [Elektronisk].

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/uttal/200201.htm> [2002-11-06].

Nicolin, Tomas (2002). Tredje AP-fonden röstar nej på bolagsstämman: ”Skandias belöningsystem orimligt”. [Elektronisk]. *Dagens Nyheter*, 13 april. Tillgänglig: Artikelsök [2002-12-05].

Nyberg, Daniel (2002). *Marknad, Företag, Ägande. Familjen Bonniers ägarstyrning i Dagens Nyheter 1953-1988* Stockholm : Institutet för ekonomisk historisk forskning vid Handelshögsk. i Stockholm (EHF).

Ovander, Petter (2000). Han tjänar hundra miljoner - på 3 år: bonussystemen har sparat ur. [Elektronisk]. *Aftonbladet*, 16 maj. Tillgänglig:

<http://www.aftonbladet.se/nyheter/0005/16/bonus.html> [2002-11-05].

Piper, Birgitta (2002). Optioner bäddar för ägarstrid. [Elektronisk]. *Sydsvenska Dagbladets Näringsliv*, 17 april, Tillgänglig: Affärsdata [2002-11-21].

Riktlinjer för information till aktieägarna om incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag. (2001). Stockholm: Alecta, AMF pension, Fjärde AP-fonden, Handelsbanken Fonder, Nordea KapitalförvaltningABs Fondbolag, Robur, SEB Fonder och Skandia. [Elektronisk]. Tillgänglig: www.alecta.se Sökord: Incitamentsprogram/riktlinjer [2002-11-06].

Skarin, Ulf (2002). Belöningsystem: Optioner nödvändigt. [Elektronisk]. *Veckans affärer*, 13 maj. Tillgänglig: <http://www.ad.se/> Sökord: Skandia/Optionsprogram [2002-11-05].

Svensson, Arne (2001). *Belöningsystem* Stockholm: KFS Företagsservice AB.

Sönne, Anna (2002). Börskrönikan: Skandia behöver nya ägare. [Elektronisk]. *Dagens Industri*, 27 maj. Tillgänglig: <http://www.ad.se/> Sökord: Skandia/Optionsprogram [2002-11-05].

Årsredovisning Skandia 2001. [Elektronisk] Tillgänglig: www.skandia.com [2002-11-05].

Bilaga

Frågemanual med intervjufrågor

- Varför har ni känt behov av att utveckla en ägarstyrningspolicy?
- På vilket sätt används ägarstyrningspolicyn vid placeringar?
- Har ni märkt av någon förändring/utveckling i ägarstyrningen i Sverige de senaste åren?
- När ett företag som t ex Skandia lägger ett förslag som inte uppfyller era krav på ägarvärde, på vilket sätt agerar ni?
- Skandia har under flera år infört incitamentsprogram som fått kritik men det var inte förrän 2002 som det sattes stopp från ägarna. Detta bör ju påverka Skandia negativt. Tas det upp för avvägning när beslut tas om ingripande?
- Vilken ställning tog Andra AP-fonden till Skandias förslag till incitamentsprogram? När det gäller båda förslagen.
- Hur ser ni på incitamentsprogram i de bolag ni placerar i? Bra? Dåligt?
- Vad kännetecknar enligt Er ett bra incitamentsprogram?
- Vad kännetecknar enligt Er ett dåligt incitamentsprogram?
Utspädning? Negativ publicitet? Girighet? Uppräkning lösenkurs?
- Tycker ni att Skandias val av incitamentsprogram, optionsprogram, är ett lämpligt val? Vad borde de välja annars?
Alternativ?
- Aktiemarknadsnämnden anser att 10-15% utspädning kan accepteras i personalintensiva företag, anser ni att Skandia tillhör den kategorin?
- Vad tycker ni om att Skandias utspädning börjar närma sig 10%?
- Hur agerar ni på utpressning från företagsledningarna? T ex hot om avgång?