



Analys PM Aktierelaterade incitamentsprogram

Sammanfattning

- ◆ Om de är rätt konstruerade, är aktierelaterade incitamentsprogram ett bra sätt att koppla samman ledningens intressen med ägarnas.
- ◆ Förslaget ska presenteras i god tid före kallelsen till bolagsstämman.
- ◆ AP3 har inte ambitionen att detaljstyra utformningen av aktierelaterade incitamentsprogram. Det är bolagets styrelse som är bäst lämpad att ta fram förslag till incitament som gynnar värdeskapande i det enskilda bolaget, med dess unika förutsättningar och strategiska utmaningar. Det är också styrelsens uppgift att förklara sambandet mellan de mål man vill uppnå och programmets utformning för bolagets ägare.
- ◆ AP3 är kritisk till traditionella program som bygger på gratisoptioner utan krav på motprestation.
- ◆ Vi förordar ett eget risktagande för deltagarna genom en egen investering.
- ◆ Ju högre subventionsgrad, desto mer angeläget är det att det finns prestationsvillkor för tilldelning eller lösen.
- ◆ Prestationskraven ska gärna bygga på jämförelser med konkurrenter.
- ◆ Tak kan vara önskvärt i bolag vars aktie har en hög volatilitet.

- ◆ Program utan tak bör ha en sundhetsklausul som skyddar bolaget mot orimliga utfall.

Inledning

AP3s åtagande i pensionssystemet är utpräglat långsiktigt. Därför har fonden ett starkt intresse av att de bolag som vi investerar i drivs med långsiktigt värdeskapande som mål. Att bolagsledningarna har incitament som ligger i linje med fondens långsiktiga intressen är därför en viktig ägarfråga för AP3.

AP3 har inte ambitionen att detaljstyra utformningen av aktierelaterade incitamentsprogram. Det är bolagets styrelse som är bäst lämpad att ta fram förslag till incitament som gynnar värdeskapande i det enskilda bolaget, med dess unika förutsättningar och strategiska utmaningar. Det är också styrelsens uppgift att förklara sambandet mellan de mål man vill uppnå och programmets utformning för bolagets ägare.

I detta PM beskriver vi några grundläggande tankegångar om i vilken riktning AP3 skulle vilja se att svenska incitamentsprogram utvecklades. Innehållet ska inte ses som en absolut kravlista. På AP3 ställer vi oss tveksamma till de förenklade checklistor som ibland används för att ta ställning i dessa frågor. Samtidigt är det många ledningar och styrelser samt deras rådgivare som efterfrågar våra ståndpunkter på detta område. Det är vår förhoppning att detta PM ska bidra till att ge svar på deras frågor.

Några grundläggande principer

En del av oenigheten om hur aktierelaterade incitamentsprogram bör vara utformade förklaras av de olika uppfattningar om de finansiella marknadernas funktionssätt som delar den ekonomiska forskarvärlden i två läger: På ena sidan står de som tror på teorin om effektiva marknader där aktiekursen vid varje tillfälle är det bästa måttet på bolagets värde. På andra sidan står de som tror att finansiella tillgångar kan vara felprissatta under kortare eller längre perioder och att det förekommer finansiella bubblor där hela marknader blir övervärderade.

Om man tror att aktiekursen är det bästa måttet på värdeskapande är traditionella optionsprogram vars utfall endast är kopplat till aktiekursen den överlägset bästa lösningen. Om man däremot tror att aktier kan bli övervärderade är det uppenbart att traditionella optionsprogram kan styra fel.

Harvardekonomen Michael Jensen argumenterar för att traditionella optionsprogram i bolag vars aktie är övervärderad skapar incitament som står i direkt strid med långsiktiga ägares intressen. I en strävan att leva upp till marknadens orealistiska tillväxt-förväntningar tvingas ledningen att genomföra alltför riskfyllda investeringar, t.ex. genom att den övervärderade aktien används för finansiering av dåligt underbyggda företagsförvärv.

Mot detta synsätt kan man invända att aktiekursen är det enda objektiva mått på värdeskapande som är *framåtblickande*. Om man vill skapa incitament för förändring är därför aktierelaterade ersättningar den mest effektiva metoden.

AP3 har synen att aktiekursens framåtblickande egenskaper gör den till en kraftfull måttstock för att skapa incitament för värdeskapande. Men vi inser också aktier kan bli

övervärderade, antingen till följd av en allmän aktiemarknadsbubbla eller på grund av för högt uppdrivna förväntningar på det enskilda bolaget. Därmed är aktiekursen inte *alltid* är det bästa måttet på bolagets värde.

Vi anser att aktierelaterade incitamentsprogram bör vara utformade så att de minskar de skadliga incitament som uppstår i situationer då bolagets aktie är övervärderad. Det finns olika lösningar på detta problem. För optionsprogram kan man införa prestationskrav som ska vara uppfyllda för att optionerna ska kunna utnyttjas (vesting), exempelvis en viss vinstnivå. Därmed minskar risken för höga utfall som inte baseras på verkliga prestationer. För aktie-baserade program kan tilldelningen av aktier baseras på motsvarande prestationskrav.

Den finns dock vissa bolag där traditionella optionsprogram kan vara acceptabelt. Det gäller bolag där det är osannolikt att aktien stiger i värde utan att bolaget har lyckats leverera konkreta resultat. Ett exempel är unga, forskningsinriktade bolag vars framgång är helt beroende av ett enda projekt eller teknologi. Ett annat exempel kan vara ett bolag som befinner sig i akut kris och vars ledning arbetar med omstruktureringsåtgärder för att vända utvecklingen (turn around-case).

En annan grundläggande princip i AP3s syn på aktierelaterade incitamentsprogram är att de bör innebära ett risktagande för deltagarna. Det ska finnas en risk för att förlora pengar som liknar det risktagande som det innebär att äga bolagets aktie. Detta är nödvändigt om man ska uppnå en intressegemenskap mellan ägare och ledning. Utan eget risktagande kan ledningen lockas att ta större risker än vad som är önskvärt ur ägarnas synvinkel.

Intern beslutsprocess

En grundprincip vid utformning av ersättningsystem är att de medarbetare som omfattas av systemen inte heller bör ingå i berednings- och beslutsprocessen. Detta kan låta som en självklarhet, men faktum är att bolagets ledning ofta är starkt involverade i utformningen av aktierelaterade incitamentsprogram. Styrelsen och en eventuell ersättningskommitté riskerar då att hamna i underläge informations- och kunskaps-mässigt. Ur ett ägarperspektiv är det viktigt att styrelsen tar på sig ett reellt huvudansvar för att utforma aktierelaterade incitamentsprogram. Detta ökar sannolikheten för att programmet utformas på ett sätt som ligger i ägarnas intressen. Ett sätt att försäkra sig om detta är att styrelsen använder sig av externa rådgivare, såsom investmentbanker och HR-konsulter.

De externa rådgivarna bör vara oberoende i förhållande till bolagsledningen och således inte ha andra viktiga affärsförbindelser med bolaget.

Förankringsprocess – några grundprinciper

Vi förväntar oss att bolagets styrelse tar kontakt med ägarna i god tid före kallelsen till bolagsstämman för att förankra förslaget och inhämta synpunkter. Ett sätt att underlätta denna process är att i ett tidigt skede i arbetet med att ta fram ett förslag till aktiebaserat program ta kontakt med de större institutionella ägarna för att lyssna av deras synpunkter.

Det är en uppenbar fördel om bolaget låter personer som inte omfattas av det föreslagna incitamentsprogrammet hantera dialogen med ägarna. Det är önskvärt att styrelsens ordförande alternativt ersättningsutskottets ordförande har en central roll i dialogen med ägarna. Om tiden inte medger direktkontakt kan styrelsens sekreterare eller en annan oberoende

person fungera som en förmedlare av information mellan ägare och styrelse.

Att låta VD, CFO, HR-funktionen eller informationsavdelningen sköta dialogen med ägarna ger intrycket att styrelsen inte engagerat sig tillräckligt i frågan och får uppenbart negativa effekter på förslaget trovärdighet.

Ett sätt att minska den tid som styrelsen behöver lägga ned på möten med ägarna är att ordna ett möte med samtliga institutionella ägare där styrelsens ordförande presenterar förslaget.

Observera att ägarna inte kan förväntas ta slutlig ställning förrän de har fått möjlighet att ta del av det fullständiga förslaget. Det förekommer att styrelser avkräver ett ställningstagande till ett förslag där beslutsunderlaget bara består av en muntlig redogörelse eller i bästa fall några översiktliga PowerPointbilder.

Det blir allt vanligare att bolag kräver ett skriftligt godkännande av ett förslag innan kallelsen till bolagsstämman skickas ut. Detta förfarande är ytterst tveksamt. En förutsättning för att AP3 ska kunna ge ett sådant skriftligt ställningstagande är att vi har givits möjlighet att ta del av det fullständiga förslaget i den form den kommer att biläggas kallelsen. Men vi måste alltid förbehålla oss rätten att ändra uppfattning om övriga förslag till bolagsstämman eller någon annan händelse ändrar förutsättningarna för incitamentsprogrammet.

Bör konsensus eftersträvas?

Samtliga större ägare bör inkluderas i förankringsprocessen och ges möjlighet att lämna synpunkter. Men samtidigt innebär den allt större variationen i de aktierelaterade programmens utformning i kombination med

mer aktiva institutionella ägare att man kanske måste räkna med att ett antal nej-röster på stämman i dessa frågor.

Det kan tyckas paradoxalt att vi som institutionell ägare faktiskt uppmuntrar bolag att gå emot ägarnas uppfattning. Men spridningen i uppfattningar mellan olika ägare är så betydande att det inte alltid är möjligt att tillfredsställa alla önskemål. Med detta vill vi också säga att vi förbehåller oss rätten att rösta nej till ett program som vi bedömer är dåligt för ägarna. Rent allmänt kan vi dock säga att en bred och öppen förankrings-process väsentligt ökar möjligheterna för att AP3 ska kunna godkänna ett förslag, även om vi inte har fått igenom alla våra synpunkter.

I USA röstar i genomsnitt ägare motsvarande en tredjedel av rösterna nej till styrelsens ”remuneration report” i de börsnoterade bolagen. Med en alltmer spridd och heterogen ägarbild måste vi sannolikt även acceptera ett ökat inslag av oenighet även på svenska bolagsstämmor. Bland annat röstar utländska institutioner via sina ombud i ökad utsträckning på svenska stämmor. Vissa av dessa röstar rutinmässigt nej till alla former av aktierelaterade incitamentsprogram.

Beslutsunderlag

En vanlig brist bland de beslutsunderlag vi på AP3 har tagit del av är att det saknas en beskrivning av syftet med det aktierelaterade incitamentsprogrammet och hur programmet utformning hänger ihop med bolagets övergripande mål och belönings-strategiska överväganden. Det händer att vi får ta del av en lång juridiskt invecklad avtalstext och uppmanas att på kort tid ta ställning till förslaget.

Vi efterlyser också en analys av hur bolagets hela ersättningspaket, inklusive de aktierelaterade förmånerna, förhåller sig till konkurrenternas. Störst relevans har de svenska

och europeiska konkurrenterna – men även data från amerikanska bolag kan vara en intressant referenspunkt. Dessa jämförelser underlättas av att ersättningar till den högsta ledningen numera är publik information.

Förslaget ska innehålla en värdering av programmet (enligt Black-Scholes – eller någon annan allmänt accepterad metod). Även om lösenpris inte är fastställt så bör en värdering göras på basis av aktuell aktiekurs. Helst ska värderingen göras av en oberoende part. Vilka volatilitetsantaganden som värderingen bygger på bör också redovisas.

En viktig information som ofta utelämnas är hur tilldelningen av optioner/aktier kommer att fördelas mellan olika personalkategorier, inklusive hur stor tilldelning som går till bolagets VD. Utformningen av eventuella prestationskrav ska också redovisas öppet.

Vi vill också ta del av en känslighetsanalys som beskriver utfallet för individen samt kostnader för bolaget (inklusive sociala avgifter) givet olika antaganden om aktiekurs och uppfyllelse av eventuella prestationskrav. Slutligen efterlyser vi information om vilken hedge-lösning bolaget avser välja.

Aktier eller optioner?

Rent allmänt ser vi flera fördelar med aktiebaserade program. Aktier skapar incitament för ett mer långsiktigt värde-skapande och ledningen får en riskexponering som liknar aktieägarnas. En annan fördel med aktier är att det skapar incitament även i en fallande aktiemarknad.

Den hävstång som optioner innebär riskerar att uppmuntra till för stort risktagande. Detta kan i och för sig vara önskvärt i situationer då man vill skapa incitament för att ledningen ska ta mer risk. Rent teoretiskt kan man argumentera för att en företagsledning (vars lö-

pande inkomster kommer från bolaget) är mer riskavert än vad som är önskvärt ur investerarens synvinkel, eftersom investeraren kan diversifiera bort företagsspecifik risk. Sammanfattningsvis kan man säga att beslutet att välja aktier eller optioner bör bygga på en analys av vilket syfte man vill uppnå.

Ett vanligt argument för optioner är att det är betydligt billigare än aktier. Men detta är bara sant i ett snävt kassaflödesperspektiv. Sett ur ett aktieägarperspektiv kostar det exakt lika mycket att ge en VD en krona i belöning i form av vinst av optionslösen (före skatt) som att köpa in en aktie värd en krona. Enligt de nya redovisningsreglerna (IFRS) ska värdet av tilldelning av optioner tas upp som en kostnad i resultaträkningen lika fördelat över optionens löptid. Denna bokföringsmässiga kostnad blir naturligtvis också mindre än kostnaden för att dela ut motsvarande antal underliggande aktier. Men den sanna kostnaden – sett ur ett ägarperspektiv – är den värdeökning som man avstår från genom den utspädningseffekt som optionerna medför. Denna kostnad (värdet på optionerna) ökar i takt med aktiekursen.

Programmets storlek

Det vanligaste sättet att bedöma storleken på ett aktierelaterat incitamentsprogram är att titta på den utspädningseffekt som programmet medför. Tidigare tillämpade flertalet svenska institutioner tumregeln att inte acceptera en högre total maximal utspädning än 5 % samt max 1 % per år. Problemet med denna tumregel är att den inte tar hänsyn till faktorer som påverkar vilken utspädning som är rimlig, såsom bolagets marknadsvärde, antal anställda eller om verksamheten är starkt beroende av enskilda individers humankapital.

I ett investmentbolag med få anställda och stor balansomslutning innebär redan relativt låga utspädningnivåer en stor värde-

överföring till medarbetarna. I ett ungt, forskningsintensivt bolag med lågt marknadsvärde krävs en hög utspädning för att värdet av deltagandet i de långsiktiga incitamentsprogrammet ska bli tillräckligt högt i förhållande till den fasta lönen.

Vid bedömning om storleken på programmet är rimligt föredrar därför AP3 att se till det totala värdet på programmet (teoretiskt värde vid tilldelningstidpunkten) tillsammans med övriga delar av ersättningspaketet. Det totala ersättningspaketet bör vara marknadsmässigt inom den bransch som bolaget verkar i.

Om de anställda förvärvar optioner till marknadspris eller om värdeöverföringen kompenseras med en reduktion av värdet på övriga delar av ersättningspaketet, kan en högre utspädningnivå accepteras. Samtidigt är det viktigt att det tydligt redovisas på vilket sätt de anställda avstått från lön eller framtida löneökningar. Det är alltför vanligt att bolaget påstår att en sådan växling ägt rum utan att redovisa några konkreta belegg för detta.

Balansen mellan fast och rörlig lön

En omdiskuterad fråga är hur mixen mellan fast lön, kortsiktig bonus och aktierelaterade incitament ska se ut. Vissa svenska institutioner förordar exempelvis att de rörliga delarna av ersättningspaketet inte får motsvara mer än 100 % av den fasta lönen. Vi tycker det är svårt att ge några sådana generella rekommendationer. Vilken mix som är lämplig är helt beroende av vilka mål man har med bolagets belöningsstrategi. Om man vill uppmuntra risktagande ska den rörliga delen vara större. Om man vill försäkra sig om att ledningen ska hålla fast vid en etablerad affärsmodell inriktad på stabilt kassaflöde bör den rörliga delen vara relativt sett mindre.

En intressant referenspunkt är de riktlinjer

som utgivits av en grupp brittiska institutionella investerare (Performance Pay Group). Här sägs att om det teoretiska värdet av aktiebaserade ersättningar vid tilldelningstidpunkten motsvarar mer än 200 % av den fasta lönen så krävs särskilda skäl för att motivera detta.

Faktum är att lönenivån för svenska börs VD-ar för närvarande ligger nära europasnittet samtidigt som andelen fasta ersättningar (lön och pension) är i särklass högst i Sverige. Rent generellt är en hög andel prestationsbaserad ersättning positivt ur ett ägarperspektiv, förutsatt att den totala ersättningsnivån är rimlig. Problemet är när höga fasta löner kombineras med orimligt generösa rörlig ersättningar vars utfall är mer beroende av slumpen än av faktiska prestationer.

I och med införandet av IFRS måste europeiska bolag ta upp värdet av tilldelade optioner i resultaträkningen. Detta kommer sannolikt att få en självsanerande effekt då det blir uppenbart för styrelserna att det inte är gratis att använda optioner som belöningsmedel. Därmed kan styrelsen se mer neutralt på valet av mix mellan lön och aktiebaserade ersättningar.

Krav på egen investering

Sett ur ett ägarperspektiv är det önskvärt att inslaget av egen investering blir så stort som möjligt. Detta har också ett positivt signalvärde till marknaden. Ett vanligt argument mot egen investering är att det svenska skattesystemet gör det svårt för svenska bolagsledningarna att ackumulera en tillräckligt stor förmögenhet. Risken finns därmed att anslutningsgraden blir låg, vilket begränsar incitamentskraften.

Det finns ett antal sätt att lösa detta:

1. Växling mellan fast lön/bonus och aktierelaterat incitamentsprogram. En vanlig lösning är att optionerna tilldelas som en del av det kortsiktiga incitamentsprogrammet (bonus). För att man ska kunna tala om en "egen investering" bör det dock vara fullständigt klart för bägge parter vilka förmåner den anställde ger upp genom att delta i det aktiebaserade programmet. Ett sätt att uppnå detta kan vara att låta den anställde välja mellan kontantbonus eller aktiebaserad ersättning.

2. Subventionering vid investerings-tillfället. I optionsprogram kan detta innebära att investering i ett visst antal optioner är ett villkor för tilldelning av vederlagsfria optioner. I aktiebaserade program är det vanligt att deltagande i programmet förutsätter att en viss del av lönen avsätts till ett aktiesparprogram.

3. Subventionering i efterhand. Subventionering av investeringen kan också ske i efterhand så att medarbetaren får tillbaka delar av investerat belopp efter en fastställd tidsperiod. För att öka incitamentskraften är det önskvärt att utbetalningen av subventionen kopplas till fastställda prestationsmål.

En egen investering minskar behovet av prestationskrav som styr utfallet i programmet. Men ju högre grad av subvention – desto mer angeläget är det med prestationskrav. Prestationskrav är också önskvärt i program där tilldelning utgår som en del av det kortsiktiga incitamentsprogrammet.

Prestationskrav

I den traditionella formen av optionsprogram är anställning den enda motprestationen för att optionerna ska gå till lösen. De stora optionsutfallen under aktiemarknadsbubblan tydliggjorde problemet med denna form av

belöningar. Vid en generell kraftig uppgång på aktiemarknaden kan optionerna falla ut med höga belopp, utan krav på någon prestation. Aktien kan exempelvis ändå ha utvecklats betydligt svagare än branschindex. Till detta kommer de felaktiga incitament som uppstår när en aktie blir övervärderad.

Som en reaktion mot de negativa erfarenheterna av traditionella options-program ser vi nu en tydlig trend i Sverige och övriga Europa mot att prestationskrav införs i aktierelaterade incitamentsprogram. Följande typer av prestationskrav förekommer:

1. Hurdle: Lösenkursen sätts över dagskurs. Detta är idag etablerad praxis med en hurdle på minst 10-15 % för optionsprogram som föreslås på den svenska aktiemarknaden. Ur ägarsynpunkt är det önskvärt att lösenkursen minst motsvarar utgångskursen plus bolagets kapitalkostnad under optionens löptid. Ju mer volatil bolagets aktiekurs är, desto större bör skillnaden mellan dagskurs och lösenpris vara.

2. Tilldelningsvillkor: Detta innebär att man ställer upp vissa prestationsvillkor som ska vara uppfyllda för att tilldelning av optioner ska ske. Målvillkoren kan vara individuella eller kollektiva (för en division eller hela bolaget). Problemet med denna typ av prestationskrav är att de är bakåtblickande. Typiskt bestäms storleken på tilldelningen av uppnådda resultat under det senaste året. Detta löser inte problemet med att optioner ger ett positivt utfall trots otillräckliga prestationer mellan tilldelningstidpunkten (grant) och lösen-tidpunkten (vesting). Det

Tillräckligt tuffa. Om det finns konsensusprognoser på bolagets mål bör dessa vara en utgångspunkt för hur målnivåerna sätts. Målnivån bör i normalfallet inte sättas under marknadens förväntningar.

löser inte heller problemet med felaktiga incitament då aktien blir övervärderad.

3. Lösenvillkor. Från ägarsynpunkt är det bättre att ställa upp prestationskrav som villkor för att optioner ska gå till lösen (vesting). Om målvillkoren är relevanta och tillräckligt tuffa och förhindrar man att det räcker med en generell börsuppgång för att optionsprogrammet ska ge ett positivt utfall. Man minskar också de problem som är förknippade med optioner i bolag med en övervärderad aktie.

4. Indexerade optioner. Detta är en form av prestationskrav som förekommer i USA men ännu inte prövats i Sverige. Det innebär att lösenpriset skrivs upp årligen med ett index, i regel ett relevant branschindex. Detta förhindrar att optionerna ger utdelning även om bolagets aktie utvecklats sämre än branschindex. Detta är ett intressant alternativ som vi gärna ser prövas på den svenska marknaden.

Hur ska prestationskraven utformas?

Utformningen av prestationskrav är i första hand styrelsens ansvar. Den har bäst kunskap om bolagets övergripande strategi. AP3 brukar därför vara försiktig med att lämna detaljsynpunkter på dessa krav. Men några allmänna råd vill vi ändå ge.

Avstå från prutmån. Det förekommer att de prestationskrav som föreslås är så lågt satta att det ger intryck av att finns en taktiskt motiverad prutmån. Vi avråder starkt från denna förhandlingsmetod.

Koppling till finansiella mål. Om bolaget har publikt kommunicerade finansiella mål bör dessa mål användas i första hand.

Målen måste vara rimligt svåra att nå. För att maximalt utfall ska ske bör de sätta målen överträffas med god marginal. En grov tumregel är att mer än 70% av maxutfall inte bör ges för ett resultat i nivå med de uppsatta målen.

Glidande skala. Från den lägsta tröskelnivån där utfallet är noll till maxutfall bör förhållandet mellan prestation och utfall vara linjärt. En skala med trappsteg eller en accelererande skala skapar incitament för ett icke-optimalt beteende, t.ex. att man lockas att inte redovisa en affär under innevarande år för att kunna maximera nästa års utfall.

Flerårsmål. Själva syftet med prestationskrav i aktierelaterade incitamentsprogram är att säkerställa kopplingen till långsiktigt värdeskapande. Därför bör mätperioden för samtliga målvariabler vara minst tre år. För att belöna kortsiktig måluppfyllelse är kontant-bonus ett mer effektivt medel.

Balans mellan olika mål. Att bara använda ett prestationsmått kan också leda till ett sub-optimalt beteende, exempelvis bör ett tillväxtmål kombineras med lönsamhetsmål. Om ett mål är definierat som en kvot, t.ex. vinst per aktie, bör det finnas regler som justerar för icke-prestationsrelaterade beslut som påverkar täljaren eller nämnaren – i detta fall aktieåterköp.

Jämförelse med konkurrenter. Om det går att definiera en relevant konkurrent-grupp (peer group) är det önskvärt att med ett prestationsmått där bolaget jämförs med sina konkurrenter. Ett vanligt mått är Total Shareholder Return (TSR, som inkluderar utdelning) relativt peers. Fördelen med TSR-krav är att det hanterar problemet att optionsprogram skapar incitament att dra ner på aktieutdelningen, eftersom utdelningar minskar värdet på optionerna.

Transparens. Alla prestationsmål bör kommuniceras öppet. Konkurrensskäl framhålls ofta som ett argument mot öppenhet. Vår uppfattning är att om prestationsmålen inte redovisas, kan vi inte heller ta ställning till rimligheten i programmet. Vi tror också att den typ av mål som är känsliga ur konkurrenssynpunkt (t.ex. att division x ska avyttras) snarare bör belönas inom ramen för kontant-bonussystemet.

Löptid och lösentidpunkt

För att ett aktiebaserat incitamentsprogram verkligen ska bidra till långsiktig värdeskapande bör löptiden vara relativt lång, fem år är ett absolut minimum. I USA är 10 års löptid etablerad praxis. I Storbritannien ligger löptiderna mellan 7 och 10 år. I Sverige tenderar löptiderna att vara kortare. Det är önskvärt att löptiderna i svenska aktiebaserade program närmar sig internationell praxis.

För att undvika att stora förfall koncentreras till ett enskilt magiskt datum med ett och samma lösenpris, bör det ske successiv tilldelning (lämpligen årligen) i nya program med nytt lösenpris och nytt förfalldatum.

Även lösen bör ske stegvis (så kallad stagge-red vesting) med en första lösentidpunkt tidigast efter tre år. Detta är etablerad praxis internationellt.

Vem ska få aktiebaserade ersättningar?

Beslutet om vilka personalkategorier som ska omfattas av de aktiebaserade ersättningsprogrammen och hur fördelningen mellan olika kategorier ska se ut är även detta en utpräglad styrelsefråga. Det ska krävas mycket starka skäl för att AP3 ska rikta invändningar mot styrelsens förslag. Men eftersom vi vet att det förekommer att andra svenska institutionella ägare har starka åsikter i dessa frågor,

vill vi ändå deklarerat ett antal grundläggande uppfattningar.

Från att ha varit en belöningsform för bolagets VD och högsta ledning har aktierelaterade incitamentsprogram kommit att omfatta fler nivåer i företagen. I amerikanska S&P 500 bolag 2002 hade medarbetare under nivå högsta ledningen (definierat som de 6 högsta befattnings-havarna) optionsinnehav som motsvarade 90% av det totala värdet på dessa program.

I en artikel publicerad av European Corporate Governance Institute hävdar Harvard-ekonomen Michael Jensen¹ att optioner i första hand lämpar sig för belöning av bolagets högsta ledning eftersom de är de enda som har befogenhet att fatta beslut som direkt påverkar bolagets aktiekurs, såsom förvärv och avyttringar, kostnadsminsknings-program osv. Han argumenterar för att kontantbonus i regel är ett bättre sätt att belöna lägre nivåer i organisationen.

Problemet är att 90-talets stora optionsvinster har skapat en kultur där deltagande i optionsprogram anses attraktivt och förknippas med hög status. Detta gör det svårt att säga nej till breda personalkategorier där optioner egentligen har en begränsad incitamentskraft. För att uppnå syftet att skapa en delaktighet i bolagets långsiktiga värdeskapande är snarare vinstandelssystem eller aktiesparprogram att föredra. Exempel på detta är Handelsbankens vinstandelssystem Oktogonen och Ericssons breda aktiesparprogram där en gratisaktie erhålls per sparad aktie om vissa koncernövergripande mål uppnås.

Risker med en ökad komplexitet?

Ett vanligt argument mot prestationsbaserade system är att de blir för svåra att begripa för deltagarna och därigenom förlorar sin incitamentskraft. Vi medger att det finns en målkonflikt mellan enkelhet och precision. Men vi kan ändå inte acceptera uppenbart kontraproduktiva incitamentsprogram bara för att de är enkla att begripa.

Självklart bör man bemöda sig om att konstruktionen blir *så enkel som möjligt*. Vi är därför tveksamma till ett antal av de ersättningsmodeller som under senare år lanserats av akademiska ekonomer som en lösning på de problem som är förknippade med traditionella optionsprogram. Dessa modeller är kanske teoretiskt perfekta, men tyvärr obegripliga för andra än professorer i finansiell ekonomi. En av de mer intressanta lösningarna som prövats i praktiken är indexerade optioner (se ovan).

Tak?

Självfallet måste det finnas ett tak för maximal tilldelning/lösen i prestations-baserade program. Det finns även de som förordar ett tak för maximalt utfall räknat i kronor. Detta är inte lika självklart eftersom det innebär att programmets incitamentskraft upphör över en viss aktiekurs. Detta kan i och för sig vara ett sätt att skydda sig mot skadliga incitament då aktien blir övervärderad. Men det problemet kan även motverkas genom prestationskrav för lösen (i optionsprogram).

I aktieprogram förekommer tak för maximalt värde på de aktier som tilldelas. I Eniros aktieprogram maximeras värdet av aktietilldelningen till en uppgång i aktiekursen på 300%. Det innebär att antalet tilldelade aktier minskas om kursuppgången blir mer än

1) Jensen och Murphy, 2004, "Remuneration: Where we've been. How we got here, what are the problems, and how to fix them", European Corporate Governance Institute.

300%. Detta kan vara ett bra sätt att förhindra att aktieprogrammet blir alltför dyrt för bolaget.

I bolag vars aktie har hög volatilitet kan det vara önskvärt med ett tak. Ett exempel på ett sådant optionsprogram är det som infördes 2004 av medicinteknikföretaget Elekta. Detta program innehåller både prestationskrav för lösen och ett tak för maximalt utfall.

Sundhetsklausul

Det har blivit allt vanligare att aktiebaserade incitamentsprogram innehåller en klausul som innebär att styrelsen äger ändra villkoren i programmet om marknadsutvecklingen eller andra faktorer gör att utfallet i efterhand framstår som orimligt. Detta brukar kallas sundhetsklausul eller ”fairness clause”.

Motargumentet mot denna typ av klausul är att den undergräver programmets trovärdighet och därigenom försvagar dess incitamentskraft. Vi tror att dessa farhågor är överdrivna och förordar införandet av sundhetsklausuler i aktiebaserade program som saknar tak för maximalt utfall eftersom det är ett skydd mot uppenbart orimliga utfall som kan ge upphov till alltför höga kostnader och skada företagets goda rykte.

Optionsprogram i bolag med verksamhet i USA

Ett vanligt argument för gratisoptioner utan prestationskrav är att det är nödvändigt för att attrahera och behålla medarbetare i USA. Det stämmer att USA fortfarande ligger långt efter Europa i att införa prestationskrav. Men samtidigt ska man komma ihåg att även amerikanska institutionella ägare driver krav på att optionsprogram ska vara prestations-baserade och att man ska gå över till aktiebaserade program. Men det spridda ägandet i kombination med en aktiebolagslag som ger begränsade möjligheter att via bolagsstämman stoppa

programmen, gör att amerikanska bolag är mindre lyhörda för institutionernas krav.

Om man gör bedömningen att optionsprogram enligt amerikansk praxis är en absolut förutsättning för att behålla amerikanska medarbetare, exempelvis vid ett förvärv av ett amerikanskt bolag som har ett stort inslag av dessa ersättningar, kan man överväga att införa särskilda lösningar för anställda i amerikanska dotterbolag. Dock ska man komma ihåg att det finns flera exempel på svenska bolag som lyckats väl med sin amerikanska verksamhet trots att de aktierelaterade ersättningarna är utformade efter europeisk standard, exempelvis Ericsson.

Aktiebaserade incitament till styrelser

Enligt NBKs rekommendation om aktierelaterade incitamentsprogram skall styrelsen, med undantag för VD, inte omfattas av samma program som ledningen. Det förekommer dock att styrelseledamöter omfattas av särskilda program. De former som förekommer är att nivån på styrelse-arvodet kopplas direkt till aktiekursens utveckling, att en del av styrelsearvodet avsätts till förvärv av aktier och att styrelseledamöter får förvärva optioner på marknadsmässiga villkor.

Vid utformningen av aktiebaserade incitament till styrelser bör man beakta att styrelsen har en övervakande funktion i förhållande till bolagsledningen. Om styrelsens ersättningar har en kraftig hävstång i förhållande till bolagets aktiekurs, kan trovärdigheten för denna övervakande roll skadas. Därför förordar vi i första hand modellen där en fast del av styrelsearvodet avsätts till förvärv av aktier i bolaget.

Det förekommer också att ägare ställer ut optioner som ledning eller styrelse får förvärva på marknadsmässiga villkor. AP3 har som

policy att inte själv ställa ut optioner, varken till ledningar eller till styrelser. Det främsta skälet till detta är AP3 inte har möjlighet att ingå ett så långsiktigt kontrakt. Vår uppgift att skapa bästa möjliga avkastning gör att fonden alltid måste ha handlingsfrihet att avyttra en aktie om vi bedömer att den är övervärderad.

Rent principiellt har AP3 synen att optioner är ett mindre lämpligt instrument för att skapa incitament för styrelseledamöter. Risken är att styrelsen lockas att fatta beslut som gynnar kortsiktiga kraftiga uppgångar i aktiekursen istället för att fokusera på långsiktigt värdeskapande. Dessutom kan förtroendet för styrelsens kontrollfunktion äventyras.