
Mutor, bestickning, skatter och optionsvärdering

Optioner ingår ofta som en komponent i ett belöningsssystem till ledande befattningshavare i företag med noterade aktier ("företagsledaroptioner"). Det förekommer att en större aktieägare ställer ut dessa optionsrätter, vilket innebär att avtalet ingås mellan exempelvis en verkställande direktör och en person eller ett företag som potentiellt kan ha andra intressen än att maximera aktievärdet i bolaget ifråga. Enligt 20 kap 2 § BrB kan detta resa frågan om avtalet utgör mutbrott. Även misstanke om bestickning enligt 17 kap 7 § BrB kan aktualiseras. För att korruptionsbrott (muta eller bestickning) skall föreligga krävs att belöningen är otillbörlig. Har inte den påstått brottsliga åtgärden tydlig och konkret inriktning på pliktstridigt handlande blir bedömningen svår att genomföra. Bedömningen kommer därför i realiteten att bli starkt beroende av förmånens ekonomiska värde. Detta innebär att värdet på något sätt måste fastställas för att kunna ligga till grund för denna analys. Black & Scholes värderingsmodell ligger då nära till hands.

Den skattemässiga behandlingen av optioner reser en rad problem av liknande slag. Enligt skattelagstiftningen skall värderingen ske på samma sätt och enligt samma principer som vid en marknadsmässig värdering. I praktiken innebär detta att skattemyndigheterna förlitar sig på Black & Scholes värderingsmodell, vilket i sin tur medför att företagens skattekonsulter kommer att tillämpa Black &

Scholes i sin rådgivning.

Just nu pågår en utredning av norska Økokrim. Fallet illustrerar det dilemma som värderingen av företagsledaroptioner ger upphov till. Enligt Kredittilsynet (KT), den norska motsvarigheten till vår Finansinspektion, erhöll en företagsledare A vid tre olika tillfällen optioner under ordinarie marknadspris. Optionsavtalen avsåg aktier i B och ställdes ut av större aktieägare i B. Den juridiska tvistefrågan rör huruvida A genom att ingå dessa avtal har tagit emot ersättning från annan än bolaget, vilket är förbjudet då det kan antas inverka på hans beslutsfattande genom att framkalla en benägenhet att tillgodose utställarens intressen på bekostnad av bolagets intresse. KT redovisar en rad olika rättsliga grunder för sin kritik. Kan exempelvis straffloven § 405b tillämpas löper A risk att ådömas böter eller fängelse. För att bedöma om koncernchefen brutit mot någon bestämmelse krävs ett klarläggande av hur optioner av berört slag skall värderas. Enligt KT kan Black & Scholes värderingsmodell användas för detta ändamål.

Om man antar, så långt det nu låter sig göras, att företagsledaroptioner kan likställas med standardiserade köpoptioner är naturligtvis Black & Scholes-modellen ett potentiellt värderingsverktyg. Det är emellertid viktigt att beakta ett antal olika felkällor vid prissättningen.

Black & Scholes-modellens antagande om en konstant volatilitet kan medföra en felprissättning av standar-

diserade köpoptioner. Den bias i prissättningen som uppstår innebär att modellen överskattar värdet på vissa optioner. Forskningen visar också att felprissättningen i proportion till optionspriset ökar med löptiden på optionen. Eftersom företagsledaroptioner ofta har en lång löptid är detta en beaktansvärd felkälla.

Forskningen har visat att en hög genomsnittlig avkastning under en femårsperiod tenderar att följas av en motsvarande låg avkastning under nästa femårsperiod och vice versa. Denna egenskap hos aktieavkastningar brukar benämnas "mean reversion" och kan reducera aktievolatiliteten över tiden. Om man inte beaktar detta överskattas volatiliteten för långa optioner och därmed värdet på en option med lång löptid.

Utdelningar spelar en stor roll för värdet på företagsledaroptioner som ofta har lång löptid. Black & Scholes-modellen måste modifieras för att ta hänsyn till nuvärdet av alla kommande förväntade utdelningar under löptiden. Detta introducerar ett subjektivt inslag i värderingen.

Vid värderingen av en standardiserad option beaktas inte konkursrisken. Kreditrisken är inte försumbar ens på marknaden för OTC-optioner där utställaren är en etablerad finansiell institution. Antagandet att det inte föreligger någon konkursrisk är än mindre försvarbart vad gäller företagsledaroptioner. Om en utställare av en företagsledaroption har en risk att gå i konkurs och ställa in betalningarna är optionen naturligtvis mindre värd för innehavaren.

Så långt har vi utgått från att Black & Scholes-modellen – med avsevärda modifieringar – går att använda för värdering av företagsledaroptioner. Företagsledaroptioner skiljer sig emellertid från vanliga optioner. Den

traditionella modellen antar att innehavaren fritt kan handla med optionen. Detta är inte möjligt för innehavaren av företagsledaroptioner. De är inte överlåtbara och ägaren i egenskap av insider kan inte blanka aktien. Även möjlig förtida inlösen innebär en avvikelser i jämförelse med vanliga optioner. I detta sammanhang är det intressant att notera att skattemyndigheterna inte anser att avtalade förfoganderättsinskränkningar inverkar på värdet av optionen. Denna ståndpunkt saknar vetenskapligt stöd.

En samstämmig litteratur pekar på att värdet av företagsledaroptioner är en funktion av subjektiva och personliga attribut (riskaversion, förmågenhet osv) hos innehavaren och att traditionella värderingsmodeller är olämpliga för värdering av företagsledaroptioner. De subjektiva inslagen i värderingen pekar även på att lagstiftarens utgångspunkt om "marknadsvärdering" saknar relevans.

Företagsledaroptioner har ett lägre värde än det som erhålls genom en Black & Scholes-värdering. Att så är fallet bör inte förvåna. Företagsledaroptioner har en del karakteristika som är gemensamma med standardiserade köpoptioner, men de är också omgärdade av en rad restriktioner som är till nackdel för innehavaren jämfört med en innehavare av standardiserade optioner. En samstämmig uppfattningen bland forskare är att värdet på en företagsledaroption kan vara avsevärt lägre än det värde som man erhåller vid en tillämpning av Black & Scholes-modellen. Beräkningar visar att företagsledaroptioner kan medföra en reduktion av värdet med upp till 50 procent jämfört med ett sedvanligt Black & Scholes-värde.

Eftersom tillämpningen av Black & Scholes-modellen vid värdering av företagsledaroptioner som huvudregel

får till följd att optionerna åsätts för höga värden, reser detta en rad principiella frågor av stor vikt. Den skattemässiga behandlingen av optioner, som förvisso är pragmatisk i vårt land, bör omprövas och klargöras med beaktande av forskningen på området.

Uppenbarligen kan en koncernchef i ett stort noterat företag dras in i en brottmålsprocess med oöverskådliga konsekvenser enbart på grund av en myndighets överdrivna förlitan på utfallet av en viss analytisk modell. Detta reser ytterst angelägna frågor av rättssäkerhetskaraktär. Eftersom den traditionella modellen tycks skapa en presumtion rörande optionsvärdet, har innehavaren bevisbördan för varje annat värde. De utredningsresurser som krävs för att bryta presumtionen är så omfattande att det knappast kan åläggas enskilda personer. Situationen är därför den att en schablonmässig tillämpning av Black & Scholes-modellen helt bör utmönstras från brottmålsutredningar.

*CLAS BERGSTRÖM,
PER SAMUELSSON*