



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable aflønning i den finansielle sektor.



Cand.merc.(jur.) studiet

Kandidatafhandling sommeren 2011

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable aflønning i den finansielle sektor.

Af Kennie Dyreborg-Kragh og Jonas Rasmussen

English title: *A legal and economic analysis and assessment of the performance-related payment in the financial sector*

Juridisk vejleder: Kim Østergaard

Økonomisk vejleder: Caspar Rose

Antal anslag:

Antal sider:

Udarbejdet af:

Kennie Dyreborg-Kragh

Jonas Rasmussen

*Det erhvervsøkonomiske / - erhvervsjuridiske studium ved
Handelshøjskolen i København*

Executive summary

Since the beginning of the financial crisis in 2008, performance-related pay has been one of the main emphases of the financial sector worldwide. This thesis focuses on the performance-related payment schemes which have been present in the Danish financial sector since the beginning of the crisis.

The newest action taken by the financial sector has been to pass the new Capital Requirements Directive (CRD III). The new legislation includes both the limits to maximum performance-related pay as well as the requirement to publish specific details of the payment to a significantly larger degree than before. This thesis therefore investigates the implementation of the CRD III into Danish law and finds that the new legislation strengthens the existing law, but is often vague. This thesis also finds that it is not possible at this time to know whether the limitation of the performance-related pay is set to the correct level.

Using the Principal-Agent Theory, this thesis establishes that the management can often have incentive problems when managing companies. It is then alternatively explored that aligning the incentives of the company with the incentives of the employees might be just as effective as performance-related pay, which has been traditionally used to solve this problem.

Finally, this thesis focuses on the companies which have had notoriously poor performance during this financial crisis. Therefore, the performance of these companies, which were transferred to Finansiell Stabilitet, are compared to a control group of financial companies in order to investigate whether performance-related pay differed between the two groups.

The tests show that, percentagewise, the performance-related pay has been statistically the same on average for the two groups. The tests also show that the companies under Finansiell Stabilitet had given a much more varied performance-related pay to their management. In a second test it was concluded that the stock rate for the companies under Finansiell Stabilitet, was more volatile than that of the control group. Which leads to

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable aflønning i den finansielle sektor.

Af Kennie Dyreborg-Kragh og Jonas Rasmussen

the conclusion that the management of the companies under Finansiell Stabilitet are believed to be taking greater risks due to extensive performance-related pay, which, in turn, has influenced the performance of the company negatively.

INDHOLDSFORTEGNELSE

INDHOLDSFORTEGNELSE	5
KAPITEL 1 – INTRODUKTION OG PROBLEMIDENTIFIKATION	8
1.1. Indledning	8
1.2. Opgavens relevans	9
1.3. Problemformulering	11
1.4. Struktur og metode	12
1.5. Databehandling i det multidisciplinære afsnit	16
1.6. Synsvinkel	18
1.7. Afgrænsning	19
1.8. Kildekritik	20
1.9. Begrebsafklaring og forkortelser	21
KAPITEL 2 – DEN JURIDISKE ANALYSE	24
2. DET EU-RETLIGE PERSPEKTIV	25
3. DEN NATIONALE REGULERING	26
3.1. Lov om finansiell stabilitet – Bankpakke 1	26
3.2. Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter – Bankpakke 2	27
4. KAPITALKRAVSDIREKTIVET – EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2010/76/EU	29
5. LOV OM ÆNDRING AF LOV OM FINANSIEL VIRKSOMHED.	30
5.1. LOFV § 71 - Aflønningspolitik	31
5.2. LOFV § 77 a	35
5.3. LOFV § 77 b - Regler vedrørende virksomheder med offentlig støtte	59
5.4. LOFV § 77 c - Aflønningsudvalg	62

5.5.	LOFV § 77 d – udarbejdelse, godkendelse og offentliggørelse af vederlag for ledelsen	68
6.	JURIDISK DELKONKLUSION	76
	KAPITEL 3 – DEN MULTIDISCIPLINÆRE ANALYSE	81
7.	HVORFOR SKAL MAN INCITAMENTS AFLØNNE?	81
8.	PRINCIPAL- AGENT TEORIEN	83
8.1.	Gennemgang til PA-teorien	84
8.2.	PA-problemet	84
8.3.	Løsning på PA-problemet	86
8.4.	Agent omkostninger	89
8.5.	Kritik af PA-teorien	89
9.	MOTIVATIONSPSYKOLOGISKE TEORIER	90
9.1.	Maslows behovsteori	90
9.2.	Herzbergs to-faktor teori	94
10.	INCITAMENTS AFLØNNINGSINSTRUMENTER	97
10.1.	Aktieoptioner	97
10.2.	Aktieerhvervelse/tildeling	99
10.3.	Warrants	99
10.4.	Fantomaktier	100
10.5.	Bonusordninger	101
11.	UNDERSØGELSE AF DEN DANSKE BANKSEKTOR UNDER KRISEN.	102
11.1.	Indledning til analysen	102
11.2.	Egenkapitalens forrentning og variabel aflønning på tværs af testgrupperne	104
11.3.	Empirisk analyse af korrelationen mellem aktiekurserne for institutioner underlagt og ikke underlagt Finansiell Stabilitet	111
11.4.	Supplerende betragtninger	117
12.	MULTIDISCIPLINÆR DELKONKLUSION	119

KAPITEL 4 – KONKLUSION OG PERSPEKTIVERING	121
13. KONKLUSION	121
14. PERSPEKTIVERING	122
LITTERATURLISTE	125
FIGUR- OG TABELLISTE	130
BILAG	131

KAPITEL 1 – INTRODUKTION OG PROBLEMIDENTIFIKATION

1.1. Indledning

Da Lehman Brothers kollapsede i september 2008, fungerede det som startskuddet til den økonomiske og finansielle krise, som efterfølgende har tegnet store dele af verdensbilledet. Hovedparten af verdens førende lande blev ramt af faldende boligpriser, konkurser og arbejdsløshed nærmest fra den ene dag til den anden. Mange var hurtige til at udpege de risikovillige banker som "skyldnere", og der kom hurtigt både lovtiltag, bankpakker og kapitalkrav til de finansielle institutioner som et forsøg på at polstre dem frem mod en eventuel ny krise.

Straks efter krisen var indtrådt, mødtes ministre og nationalbankdirektører m.v. i et forsøg på at udarbejde nødvendige redningspakker med henblik på at føre økonomien ind på rette kurs. Det medførte i mange tilfælde både garantier og kapitaltilskud fra staten.

Den første bankpakke fra den danske stat kom den 10. oktober 2008 og indførte ubegrænset garanti for indlån i bankerne, så længe bankerne var medlem af "det private beredskab". Dette skulle bruges for at genoprette tilliden til bankerne og undgå såkaldte "bank runs", hvor store dele af bankkunder trækker deres penge ud af bankerne af frygt for at miste dem. Prisen for at deltage i ordningen var høj men højst sandsynlig nødvendig, da flertallet af bankerne tilmeldte sig ordningen. Den ubegrænsede garanti var tidsbegrænset og udløb d. 30. september 2010.

Bankpakke I var også det tiltag, som medførte oprettelsen af Finansiell Stabilitet A/S (herefter benævnt FS). FS udgør det selskab, som blev oprettet af staten med henblik på at overtage konkursramte banker som et alternativ til at følge den normale konkursgang.

I februar 2009 kom så "bankpakke II" også kendt som kreditpakken. Nu hvor bankernes umiddelbare stabilitet var sikret, skulle der tilføres penge så danskerne igen kunne få udlån til privat- og erhvervsbrug. Det betød, at der blev stillet DKK 100 mia. til rådighed for de danske banker og realkreditinstitutter frem til 2013. For at komme i betragtning hertil blev der i den forbindelse opstillet en række krav, som skulle opfyldes. Blandt andet skulle solvenskravet på minimum 8 % opfyldes; der måtte ikke tildeles aktieoptioner, såfremt der

var blevet tildelt statslig kapital; samt et krav om at de danske banker og realkreditinstitutter maksimalt kunne fratrække 50 % af direktionens aflønning fra i skat¹.

Igen lå fokus på at konsolidere bankerne og skabe tillid til, at banksektoren havde penge nok til at agere normalt. Men det var også her, at vi for første gang så et øget fokus på ledelsen i banksektoren.

Et stort problem med garantier og tilskud kan være, at de netop ikke fører til mindre risiko nærmere tværtimod. Det problem viste sit grimme ansigt, da der i USA blev udbetalt gigantbonusser til medarbejdere i blandt andet Citigroup, J.P. Morgan og Morgan Stanley i 2008 og selv i AIG så sent som i 2010. Disse virksomheder havde alle tidligere modtaget statsstøtte for at overleve og valgte efterfølgende at udbetale mere i bonus end deres samlede forventede overskud.

Der er nu gået mere end 2 år, siden Lehmann Brothers krakkede, hvorfor man kan håbe, at det værste af krisen ligger bag os. I forsøget på at undgå lignende situationer i fremtiden, har det således i stigende grad været diskuteret i hvor stor en grad, den finansielle sektor fremadrettet skulle reguleres. Nærværende diskussioner og debatter har således haft en afgørende betydning for omfanget af de nye lovændringer, som netop er trådt i kraft. I lyset heraf har der været et bredt udvalg af forslag og rapporter fra blandt andet CEBS, FSF (nu FSB), IMF, G20 og Basel vedrørende tiltag på området. Mange af disse forslag har endvidere udmøntet sig i flere direktiver og henstillinger fra EU, og således også i vedtagelsen af det nationale lovforslag som for nylig er blevet vedtaget og indført i Danmark.

Omdrejningspunktet for denne afhandling vil således i afgørende grad basere sig på de nye ændringer i den danske lovgivning (L1556/2010) i lov om finansiell virksomhed som beror på ændringerne i det nye kapitalkravsdirektiv².

1.2. Opgavens relevans

Som det er blevet nævnt i de indledende bemærkninger, beror de i denne afhandling behandlede lovændringer sig på den seneste krise i den finansielle sektor. I forbindelse hermed opstår der imidlertid en række spørgsmål såsom: hvorfor staten skal gribe ind i lovgivningen af den finansielle sektor? samt hvorfor en sådan indgriben har særlig status?

¹ <http://epn.dk/brancher/finans/article1573694.ece>

² Direktiv 2006/49, som ændret ved direktiv 2010/76/EU

Opgavens relevans kommer til udtryk i, at bankerne og andre finansielle virksomheder er hjørnestenene i den hverdag, som vi alle tager for givet. Finansielle virksomheder er ikke blot store børsnoterede virksomheder. Hvis en børsnoteret virksomhed går konkurs, vil samtlige medarbejdere miste en fremtidig indtjening, men hvis en finansiell virksomhed går konkurs, kan hele familier risikere at miste deres livsopsparing, og mange virksomheder kan rammes så hårdt på likviditeten, at de ligeledes går konkurs. Med andre ord vil et kollaps af det finansielle system medføre en dominoeffekt, som vil sprede sig som ringe i vandet igennem hele det danske samfund.

Det har derfor syntes vigtigt i de seneste lovgivningstiltag at sikre, at de finansielle virksomheder bl.a. opfylder solvenskravet og ligeledes har et godt kapitalberedskab. Det er alt sammen sat i scene for at genoprette den tabte tillid til bankerne. De førømtalte dominoeffekter kan allerede begynde, hvis forbrugere eller bankerne internt ikke har tillid til hinanden. Det vil medføre, at alle kunderne vil trække deres penge ud af bankerne, og bankerne vil ikke længere låne penge til hinanden.

Det skal dermed ikke siges, at store børsnoterede virksomheders manglende stabilitet ikke vil medføre problemer for lokalsamfundet. Der findes derfor i forvejen skærpede regler til børsnoterede virksomheder med hensyn til bl.a. oplysningspligt i forbindelse med aflønning af ledelsen i virksomheden.

Således vil denne afhandling fokusere på de skærpede regler for aflønningen i henholdsvis de mindre finansielle virksomheder samt de børsnoterede finansielle virksomheder. Det betyder, at de mindre finansielle virksomheder, udover at det bliver berørt af de nye skærper, også vil blive berørt af de krav, som før kun var forbeholdt de børsnoterede finansielle selskaber. At små selskaber skal bebyrdes på samme niveau som de store børsnoterede selskab, viser i sig selv, hvor højt prioriteret de finansielle virksomheder er.

Man kunne derfor stille spørgsmål om, hvorfor krav til aflønningen, der før var forbeholdt de børsnoterede finansielle selskaber, nu skal gælde for alle finansielle virksomheder? Muligvis fordi aflønningen i den finansielle sektor altid har været præget af høj og variabel aflønning, hvilket i mange tilfælde har medført, at medarbejdere i stigende grad har taget

for store risici i forsøget på at forøge egen indtægt. Med andre ord kan medarbejdere få større og større fortjeneste, selvom risikoen ligger hos den finansielle virksomhed. Det er netop den situation som den nye lovgivning vil forsøge at ændre. Det bringer os tilbage til udgangspunktet; hvorfor staten netop skal regulere i den finansielle sektor? Man kunne formode, at hvis aftalefriheden og aflønningen i for stor en grad bliver begrænset i finansielle virksomheder, vil der være en sandsynlighed for, at de bedste aktører flygte fra branchen til mere lønsomme græsgange og efterlader en branche, som kræver tillid uden de fornødne kompetencer.

Der er derfor mange vigtige og bemærkelsesværdige fordele og ulemper ved skærpelsen af lovkravene på området. Disse og flere vil blive gennemgået i detaljerede grad i denne afhandling.

1.3. Problemformulering

Nærværende emne præsenterer flere juridiske men også økonomiske problemstillinger, hvorfor det derfor vil være naturligt for os at besvare dem i en multidisciplinær afhandling. Hermed opnås der mulighed for at belyse de enkelte problemområder særskilt men også som en helhed.

Formålet med afhandlingen er at afdække og analysere de teoretiske og praktiske problemstillinger, der opstår eller bliver løst dels i forbindelse med indførslen af de nye regler men også i forbindelse med tildeling af incitamentsaflønning generelt.

1.3.1. Juridisk problemstilling:

Hvilken betydning får indførelsen af lov nr. 1556 af 21. december 2010 i tilknytning til vedtagelsen af kapitalkravsdirektivet i dansk ret, for henholdsvis incitamentsprogrammer og variable lønningsforhold i den finansielle sektor?

Til besvarelse af dette ønskes følgende underspørgsmål belyst:

- Hvordan ser den seneste retshistoriske udvikling ud for aflønningspolitikken i den finansielle sektor?
- Hvad er det retlige indhold i lov nr. 1556/2010 vedrørende aflønningspolitik i den finansielle sektor?

- Hvordan adskiller lov nr. 1556/2010 sig fra den hidtidige regulering og hvorledes neddæmmer den nye lov den uhensigtsmæssige aflønningspolitik?

1.3.2. Multidisciplinær problemstilling:

Hvilken indflydelse har den variabel aflønning haft på ledelsens incitamenter i de finansielle virksomheder under krisen, og hvorledes kan dette optimeres fremadrettet under de nye regler?

Til besvarelse af dette ønskes følgende underspørgsmål belyst:

- Hvorfor er der behov for incitamentsaflønning og hvilke typer incitamentsaflønningsprogrammer eksisterer der?
- Hvor effektiv har den hidtidige incitamentsaflønning i branchen været?
- Hvorledes bør lovgivningen udformes fremadrettet for at optimere incitamentsaflønning i branchen?

1.4. Struktur og metode

Nærværende afhandling er opbygget således, at de opstillede problemstillinger placeret i den juridiske del og efterfølgende gennemarbejdes i den multidisciplinære del ud fra en delt juridisk-økonomisk indgangsvinkel. Afslutningsvist vil det blive konkluderet, hvorvidt incitamentsaflønning har haft en positiv eller negativ indflydelse på virksomhedsdriften.

1.4.1. Juridisk teori og metode

I lyset af den finansielle krise og den omfattende kritik af variable lønningsforhold i den finansielle sektor, vil nærværende afhandling således have sin primære fokus på lov. nr. 1556/2010, hvilken regulerer incitamentsaflønningen i den finansielle sektor. For at vurdere om den nye regulering vil sikre incitamentsaflønningen, er det således nødvendigt at klarlægge gældende ret på området.

For at vurdere udviklingen i de nye tiltag vil den juridiske analyse starte med den historiske udvikling, der belyser nødvendigheden for en modernisering af gældende ret.

Ved brug af den retsdogmatiske metode vil vi gennemgå og analysere den nationale regulering med udgangspunkt i de aktuelle tiltag og restriktioner, der er blevet indført i forbindelse med bankpakkerne for at udlede gældende ret.

Afhandlingen vil derfor indeholde en retsdogmatisk analyse af de nye lovændringer som trådte i kraft den 1. januar 2011 som følge af lov nr. 1556 af 21. december 2010. Lovændringerne har til hensigt at implementere de nye regler om aflønning i EU's kapitalkravsdirektiv, ligesom lovændringerne skal indarbejde kommissionens henstilling om aflønningspolitik i finanssektoren samt den såkaldte danske regeringsaftale om bl.a. begrænset anvendelse af aktieoptioner som aflønningsredskab. Den retsdogmatiske metode adskiller sig blandt andet fra den økonomiske metode ved ikke at bruge modeller eller teorier, og vi vil i stedet analysere de retskilder, som en dommer ville ligge til grund i en given sag.³ Analysen vil som nævnt starte med en gennemgang af de tidligere bankpakker for at se den udvikling i gældende ret, som er sket i løbet af krisen. Det nye kapitalkravsdirektiv vil ligeledes blive gennemgået for at vise baggrunden for den nye lov. Hovedanalysen vil foregå ved en systematisk gennemgang af de nye paragraffer med relevans for incitamentsaflønning. Analysen vil hovedsageligt involvere fortolkning af paragraffernes ordlyd. Flere af lovens paragraffer er blevet nærmere fastsat i bekendtgørelser fra finansministeriet, hvilke er bindende. I opgaven vil bekendtgørelse 1665/2010 primært blive inddraget i analysen, da den har hjemmel i relevante paragraffer.

Der findes omfattende fortolkningsbidrag til de nye bestemmelser, som ligeledes vil blive brugt i analysen. Da loven primært er udarbejdet på baggrund af det nye kapitalkravsdirektiv, vil dette blive brugt som hjælp til fortolkning af loven. Der findes ligeledes omfattende forarbejder til loven i form af bemærkninger og til en hvis grad betænkninger. Det er stadigvæk omdiskuteret, hvor meget retskildeværdi der skal tillægges forarbejder, men der er efterhånden enighed om, at de kan bruges som fortolkningsbidrag til loven. Grundet det omfattende arbejde med udarbejdelse af bemærkninger, vil forarbejderne til loven i høj grad blive brugt som fortolkningsbidrag til hjælp med præcisering af lovteksten.

Grundet det forhold, at de nye regler for nylig er trådt i kraft, eksisterer der på nuværende tidspunkt ikke noget retspraksis på området, hvilket i endnu højere grad peger på fortolkningsværdien af forarbejderne.

Som nævnt er loven udarbejdet på baggrund af bl.a. EU-retlige tiltag. Dette omfatter også EU-kommissionens henstilling af 30. april 2009 om aflønning i finanssektoren

³ Østergaard.(2003. s. 276)

(2009/384/EF). Henstillingen vil blive brugt som fortolkningsbidrag om end kun i mindre format, da den har visse ligheder med loven men er af natur ikke-bindende.

Analyserne skal herved vurdere, om de aktuelle tiltag og restriktioner er fordelagtige metoder til at løse den hidtidige uhensigtsmæssige aflønningspraksis, der har budt på overdreven risikovillig adfærd.

Efter nærværende analyse vil det i delkonklusionen blive sammenfattet, hvorvidt det kan lægges til grund, at de nye reguleringer og restriktioner giver et bedre udgangspunkt. Delkonklusionen vil herefter danne grundlag for den multidisciplinære analyse.

1.4.2. Retssætninger og retskilder

Afhandlingens juridiske problemstilling vil blive løst ved anvendelse af den retsdogmatiske metode, med henblik på at udlede, analyserer og fortolke gældende ret. Karakteristisk for retskilderne er, at de indeholder information af retspolitik karakter, hvorved hver enkelt retskilde skal medvirke til fortolkningen af de retslige forhold. Til besvarelsen af problemformuleringen vil der blive anvendt nedenstående nævnte retskilder.

1.4.3. Økonomisk teori og metode

For at kunne vurdere de økonomiske rationaler, der ligger til grund for den omfattende lovregulering af den variable aflønning i den finansielle sektor, vil nuværende og fremtidig lovgivning blive belyst og klarlagt med gængse økonomiske teorier.

Som indledning vil vi benytte principal-agent teorien til at forklare den finansielle sektors brug af incitamentsaflønning. Principal-agent teorien skal hermed analysere de aflønningskontrakter, der indgås på ledelsesniveau herunder mellem bestyrelsen som funktion af aktionærernes repræsentanter og direktionen. I analysen vil der på baggrund heraf opstå et dobbelt principal-agentforhold, hvilket udgøres af henholdsvis 1) aktionærerne som principal og bestyrelsen som agent, samt 2) bestyrelsen som principal og direktionen som agent. På baggrund af dette dobbelt-forhold vil der opstå situationer, hvor parterne har forskellige typer af informations-asymmetri, dvs. hvor den ene part har informationer, som denne skjuler for den anden part, eller hvor principalen ikke kan

overvåge agenten. Et principal-agent forhold kan karakteriseres ved, at agenten yder en indsats for principalen, hvor principalen skal sikre, at agentens egeninteresse er i overensstemmelse med principalens interesser. Der kan i den forbindelse opstå to typer af problemer herved, hvoraf det første kaldes "adverse selektion", eller "fejlagtig valg" og karakteriseres ved ex ante kontraktuelle problemer, hvilket kan løses ved, at principalen "screener" potentielle agenter, inden denne vælger sin agent. Screeningen kan bl.a. opnås ved at ændre risikofordelingen mellem parterne, som vil medføre, at informationen bliver troværdig. Det andet problem, der kan opstå, kaldes "moral hazard" eller "skjulte handlinger", hvilket kan opstå ex post kontraktindgåelse, hvor den ene part ikke handler i overensstemmelse med kontrakten og dermed imod den anden parts interesser. Den optimale kontraktuelle aflønningsstruktur indeholder således incitamenter for parterne til at udvise ansvarlig adfærd og dermed reducerer de inefficienser, der kan opstå som konsekvens af moral hazard. Sådanne inefficienser kan undgås ved f.eks. at designe en aflønningsstruktur, der giver tilstrækkeligt incitament til at fordre ansvarlig adfærd.

Som supplement til principal-agent teorien vil analysen endvidere fremføre en række alternative argumenter og teorier vedrørende incitamenter herunder Maslows behovsteori, McGregors Theory X og Theory Y og Herzbergs to-faktor teori.

Der vil afslutningsvis blive analyseret på lønnen og forrentningen for branchen, som vil kunne sammenholdes med ovenstående teorier. Dette gøres ved at sammenholde virksomheder, som er blevet underlagt FS (grundet dårlige resultater) med virksomheder, som ikke er underlagt FS (kontrolgruppe). Analysen vil indebære, at resultaterne og aflønningen for de to type virksomheder vil blive testet mod hinanden for at afgøre, om de er signifikant forskellige. Såfremt der findes en forskel mellem de 2 typer virksomheder, vil vi konkludere på, hvorvidt de nye juridiske tiltag i fremtiden kan være med til at undgå lignende problemer.

Konklusionen på den ovenstående tilgang er således at tage stilling til, hvor stor en del af aflønningen til ledelsen, der skal være variabel, hvorvidt bankerne hidtil har ageret korrekt samt hvorvidt de nye lovændringer er optimale og efficiente for virksomhederne.

1.5. Databehandling i det multidisciplinære afsnit

Alle tal i analysen er udarbejdet via information, som er offentliggjort i de finansielle virksomheders årsrapport⁴. Det har ligeledes været forsøgt at finde troværdige tal fra både Danmarks Statistik, Finanstilsynet, Finansrådet, Lederne, Finansforbundet og Finanssektorens Arbejdsgiverforening. Grundet en meget lukket branche har det dog været nærmest umuligt at finde brugbare tal gennem denne metode, da de enten ikke har været tilstrækkeligt adskilt mellem fast og variabel aflønning, eller også har tallene i det store hele været alt for mangelfulde. Det beror blandt andet på grund af, at flere af de opgivne tal var baseret på tal fra SKAT, som ikke tager tilstrækkelig højde for optioner.

Som nævnt vil vi forsøge at foretage en analyse, som både indeholder en sammenligning af egenkapitalens forrentning og incitamentsaflønning, men den vil også sammenholde bankerne, som nu er underlagt FS, med andre banker.

For at gøre det har vi analyseret information fra 8 af de 11 banker, som nu er underlagt FS. Straumur Burdaras Investment Bank hf, Eik Banki og Nova Bank Fyn er alle undtaget fra undersøgelsen. Straumur og Eik Banki er udeladt, da de i høj grad er filialer af Islandske og Færøske banker. Dette besværliggør både informationsindsamlingen og sammenligningsgrundlaget. Da bankerne kan have været under indflydelse af andre faktorer på både Island og Færøerne, ville det ikke udgøre et fair sammenligningsgrundlag. Denne afhandling afgrænser sig derfor til danske banker. Nova Bank Fyn er undladt, da virksomheden først er opstået efter FS' overtagelse og udskillelse af aktiviteter fra Fionia Bank til Nova Bank Fyn. Da der i det videre forløb ikke er brugt regnskabstal for banker efter overdragelse til FS er Nova Bank Fyn undtaget.

For at kunne foretage en sandfærdig analyse, blev 8 pengeinstitutter af tilsvarende størrelse udvalgt. Sammenligningen er foretaget på baggrund af virksomhedernes arbejdende kapital. For at analysen igen ville forblive sandfærdig, er størrelsen på bankerne under FS målt i året inden de blev underlagt FS, sådan at de i videst muligt omfang afspejlede det reelle niveau for virksomheden. Den arbejds kapital er på af Finanstilsynet defineret som værende den "kapital, der består af indlån, udstedte obligationer, efterstillede kapitalindskud og egenkapital".⁵ Arbejdende kapital er brugt, da

⁴ Se litteraturliste for oversigt over årsrapporter.

⁵ <http://finansstilsynet.dk/da/Tal-og-fakta/Statistik-noegletal-analyser/Statistik-om-sektoren/Pengeinstitutternes-stoerrelsesgruppering.aspx>

den for det første har givet et retvisende billede af de midler, som virksomheden reelt har til rådighed. Det betyder, at det ikke blot er omsætning eller antal medarbejdere, som i mange tilfælde kan give misvisende konklusioner for størrelse. For det andet er kriteriet ligeledes brugt af Finanstilsynet i deres størrelsesgruppering af finansielle virksomheder.

Til sammenligningen af de 16 virksomheders lønsomhed blev egenkapitalens forrentning før skat valgt som kriterium. Nøgletallet er valgt, fordi det afspejler virksomhedens rentabilitet og samtidig har stor sammenlignelighedsværdi, da det indgår i alle regnskaber. Grundet finanskrisen har flere dårlige år medført underskud i branchen, og egenkapitalens forrentning bruges derfor før skat, da det medfører støj omkring resultatet, at tidligere års underskud kan medføre et forbedret årsresultat. Egenkapitalens forrentning dekomponeres ikke yderligere, da der ikke i denne afhandling ønskes nærmere undersøgelser af begrundelsen for resultatet men derimod en sammenligning af resultatet med aflønningen i sektoren.

Som nævnt kan det med de nuværende krav være besværligt at finde information vedrørende aflønningen (herunder udspecificeret variabel aflønning) for ledelsen i de finansielle selskaber. Årsrapporterne for de 16 selskaber er derfor blevet gennemgået for at indsamle den mest pålidelige data. Tallene fremgår af bilag 1. Niveauet for oplysninger varierer meget på tværs af de 16 selskaber. Dette beror blandt andet på den manglende stringente lovgivning på området (som udgangspunkt pre-2011), og ligeledes fordi deres størrelse og ejerkreds varierer fra virksomhed til virksomhed.

Der er efterfølgende foretaget en analyse af virksomhedens variable aflønningsordning (incitamentsaflønningsordning) og på baggrund af denne, er der udregnet et nøgletal, som viser virksomhedens variable aflønning i procent i forhold til den faste aflønning. I det omfang det har været oplyst, er både kontante bonusordninger og værdien af aktieoptioner (baseret på Black-Scholes formel⁶) medregnet i dette tal. I langt de fleste tilfælde var oplysningerne om den samlede aflønning ikke foretaget på individuelt niveau, da dette ikke var et lovkrav tidligere. Det indebærer, at størstedelen af virksomhederne oplyste den samlede løn for hele direktionen og bestyrelsen, og det samlede tal for de enkelte funktioner er derfor divideret med antal medarbejdere for at give den gennemsnitlige løn for en ledende medarbejder i virksomheden. For eksempel er der i Vestjysk Bank i 2009 samlet udbetalt DKK 8.942.000 til direktionen fordelt på to direktører og DKK 1.321.000

⁶ Brealey & Myers (2000, s.606-608)

udbetalt til bestyrelsen fordelt på 8 bestyrelsesmedlemmer. Det giver en gennemsnitlig direktørløn på DKK 4.471.000 og bestyrelsesaflønning på DKK165.125. I tilfælde hvor en medarbejder er afskediget, og selskabet stadigvæk betaler løn til denne, er den samlede løn også fordelt ud på den forhenværende medarbejder af hensyn til sammenlignelighed. Dette er gjort for at øge muligheden for at sammenligne lønninger på tværs af alle de medtagne banker på trods af forskellen i størrelse.

Der har i nogle tilfælde været sparsomme oplysninger, så følgende forudsætninger er antaget. For det første er der ikke beregnet nogen incitamentsaflønning, såfremt intet fremgår om dette i virksomhedens årsrapport eller hjemmeside. For det andet har vi antaget, at der blev udbetalt maksimum variabel aflønning, hvis det er oplyst, at der er udbetalt incitamentsaflønning, og kun maksimumsgrænsen fremgår i det enkelte år. Til sidst har der i nogle årsrapporter ikke været en opdeling mellem direktionsaflønning og bestyrelsesaflønning. For at tilnærme sig den mest korrekte værdi af disse, har vi i de tilfælde, hvor der senere er en udspecificering, fastlagt aflønningen til ca. samme niveau. I tilfældet, hvor ingen oplysninger kunne fremskaffes, er bestyrelsesaflønningen antaget at være på størrelse med den i et lignende størrelse selskab.

Da analysen skal påvise sammenhæng og strategi i løbet af krisen, er der for hvert selskab beregnet tal for perioden 2006-2009. For selskaberne underlagt FS er der kun beregnet tal indtil indgåelse af aftale med FS. Dette er gjort, da virksomhedernes indtjeningsgrundlag ofte drastisk blev ændret ved udskillelse af aktiver ved overtagelsen. Der er kun medtaget tal fra 2006-2008 for Forstædernes Bank, fordi de herefter officielt fusionerede med Nykredit Bank.

1.6. Synsvinkel

De juridiske og økonomiske konsekvenser forbundet med national regulering af incitamentsprogrammer i den finansielle sektor vil blive behandlet som helhed ud fra en branchemæssig synsvinkel. I denne kontekst skal synsvinklen forstås som en overordnet branchemæssig afvejning af fordele og ulemper ved at indføre restriktioner på et område, som normalt er omfattet af almindelig aftalefrihed.

1.7. Afgrænsning

1.7.1. Juridisk afgrænsning

Den 22. september 2010 fremsendte finanstilsynet et udkast til lovforslag om aflønningspolitik i finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder. Dette lovforslag er i dag blevet vedtaget ved lov nr. 1556/2010 og implementerer således de nye regler om aflønning i EU-kapitalkravsdirektiv, ligesom loven indeholder aspekter fra Kommissionens henstilling om aflønningspolitik i finanssektoren samt den danske regeringsaftale. Nærværende afhandling vil således alene behandle de ændringer i lov om finansiell virksomhed, der omhandler de nye regler for lønpolitik og reguleringen vedrørende anvendelsen af variabel løn. Dette medfører, at øvrige dele af ovenstående kun i begrænset omfang vil blive berørt og i tilfælde af, at de er tæt beslægtet til afhandlingens hovedformål.

Afhandlingens juridiske del benytter den retsdogmatiske metode og anvender derigennem forskellige retskilder i analysen. Afhandlingen vil dog ikke se nærmere på essentielle implikationer ved implementeringen af europæisk ret i dansk ret. Det forudsættes hermed, at Kapitalkravsdirektivet og kommissionens henstilling ikke vil medføre implikationer i forbindelse med implementeringen i dansk ret, og at disse vil blive overholdt. Derudover vil afhandlingen desuden ikke behandle virkningen af kapitalkravsdirektivet og kommissionens henstilling i andre EU medlemsstater. Der vil udelukkende blive fokuseret på EU-ret og dansk ret, hvilket betyder, at når der i nærværende afhandling refereres til internationale regler, henvises der udelukkende til EU-retlige regler.

Eftersom de nye regler primært vedrører incitamentsaflønning i selskabsretlig henseende, vil skatteretlige problemstillinger i forbindelse hermed ikke blive berørt og derved ikke fremgå som en del af analysen.

Endvidere vil eventuelle retslige forhold mellem indførelsen af de nye regler om aflønningspolitik og funktionærloven ikke blive behandlet i denne afhandling, idet denne som udgangspunkt kun beskæftiger sig med ledende medarbejdere og direktører. Eventuelle retslige problemer for medarbejdere, der er ansat under funktionærloven men som samtidig berøres af de nye regler, vil derfor ikke blive berørt yderligere.

1.7.2. Multidisciplinær afgrænsning

Afhandlingen vil som udgangspunkt kun belyse og analysere de restriktioner, som omhandler incitamentsaflønning til ledelsen i den finansielle sektor. Da der findes mange forskellige incitamentsformer, vil afhandlingen kun behandle de mest anvendte aflønningsformer. Afhandlingens multidisciplinære analyse bygger udelukkende på incitamentsprogrammer, hvorfor der derfor ikke vil blive fokuseret på aflønning i form af personalegoder eller andre frynsegoder. Der bliver brugt nøgletal for virksomheder i visse dele af afhandlingen, men dette skal på ingen måde sammenholdes med en regnskabsanalyse af de forskellige virksomheder, da det falder udenfor afhandlingens omfang.

De nye regler, der trådte i kraft den 1. januar 2011, gælder som udgangspunkt for alle finansielle virksomheder, hele ledelsen samt medarbejdere med væsentlig indflydelse. I det multidisciplinære kapitel vil hovedfokus blive indsnævret. Det indebærer således, at tallene, der er indhentet, kun hidrører fra banker, da det ikke er muligt at finde tal for alle finansielle virksomheder. Derudover var der ikke blandt nogen virksomheder, incitamentsaflønning til bestyrelsen, så denne indgår heller ikke i analysen. Afslutningsvist har det ikke været et krav at oplyse, hvor meget medarbejdere med væsentlig indflydelse tjener, hvorfor disse ligeledes udgår af den multidisciplinære del, da det ikke har været muligt at finde data.

1.8. Kildekritik

I nærværende afhandling er der blevet anvendt diverse juridiske og økonomiske bøger samt officielle hjemmesider. De respektive bøger, der er blevet anvendt, tillægger vi stor troværdighed, da det må formodes, at de enkelte forfattere har brugt en seriøs og troværdig fremgangsmåde. Størstedelen af de hjemmesider, der er blevet anvendt i afhandlingen, er fra danske officielle hjemmesider samt Den Europæiske Union. Således har vi ikke haft grund til at tvivle på troværdigheden af det tilgængelige materiale.

De hjemmesider, som yderligere er blevet anvendt i analysen, har vi kontrolleret tværgående med andre mere eller mindre officielle hjemmesider. Disse kontroller er netop foretaget for at afsløre subjektive fortolkninger af relevante emner i forhold til afhandlingens emne samt for at sikre en troværdig gennemgang af afhandlingens analyse.

Således har vi ved brug af empiriske materialer som fx artikler og nyhedsbreve m.v. fra diverse nyhedsmedier, dagblade m.v. haft en særlig opmærksomhed på, at disse ofte er meget sensationspræget, idet oplæg og indtægter med stor sandsynlighed er vægtet højere end det saglige indhold heri.

I lyset af de minimale datainformationer, der findes på området for aflønning i den finansielle sektor, har vi med henblik på at opnå en så troværdig analyse om muligt anvendt og kombineret en bred vifte af både kvantitative og kvalitative data. Således har vi anvendt data fra både årsrapporter, artikler, undersøgelser samt andre relevante afhandlinger og projekter.

Som afsluttende bemærkninger bør det nævnes, at empirien der er anvendt i afhandlingen kun er indsamlet gennem "desk research", da det ellers ville være for tidskrævende et arbejde at udarbejde "field research". Således hidrører alle materialer og informationer, der er anvendt i afhandlingen, udelukkende fra diverse bøger, artikler, afhandlinger og projekter samt diverse hjemmesider, som netop har behandlet de emner og fakta, som vi har fundet relevante at inddrage i analysen.

1.9. Begrebsafklaring og forkortelser

1.9.1. Begrebsafklaring

Lov nr. 1556 af 21. december 2010 om ændring af lov om finansiell virksomhed m.v.

Når der i afhandlingen anvendes formuleringen "den nye lovgivning", "de nye tiltag", "de nye restriktioner" eller "de nye regler", indbefatter disse samme betydning som ved brug af formuleringen Lov nr. 1556 af 21. december 2010 om ændring af lov om finansiell virksomhed m.v., såfremt andet ikke fremgår af konteksten.

Finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder

Når der i afhandlingen anvendes formuleringen "virksomheder" eller "finansielle virksomheder", skal disse indbefatte "finansielle holdingvirksomheder", såfremt andet ikke fremgår af konteksten.

Direktionen:

Når der i afhandlingen anvendes betegnelsen "direktionen" skal dette indbefatte "ledelsen" eller "direktøren", som står for virksomhedens daglige ledelse og som er ansat af bestyrelsen på vegne af aktionærerne.

Medarbejdere med væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil:

Når der i afhandlingen anvendes formuleringen "ansatte", "medarbejdere", "væsentlige risikotagere", "ansatte med indflydelse" eller "ansatte med væsentlig indflydelse", indbefatter disse samme betydning som formuleringen "medarbejdere med væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil", såfremt andet ikke fremgår af konteksten.

Incitamentsaflønning:

Variabel del af en lønpakke der har til formål at motivere modtageren heraf.

Incitamentsprogram:

Et langsigtede variabel lønprogram som har til formål at motivere modtageren heraf.

1.9.2. Forkortelser

LOFV

Lov om finansiell virksomhed

LBKG

Lovbekendtgørelse

CRD III

Kapitalkravsdirektivet, Direktiv 2006/49/EF, som ændret ved Direktiv 2010/76/EU

Bankpakke 1

Lov om finansiell stabilitet

Bankpakke 2

Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter (Kreditpakken)

FS

Finansiell Stabilitet

FSF

Financial Stability Forum (nu Financial Stability Board)

Børsnoterede virksomheder

Virksomheder hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable aflønning i den finansielle sektor.

Af Kennie Dyreborg-Kragh og Jonas Rasmussen

CEBS

Committee of European Banking Supervisors

Basel

Basel Committee on banking Supervision

KAPITEL 2 – DEN JURIDISKE ANALYSE

I dette kapitel søges det at belyse den historiske udvikling og betydningen af den hidtidige praksis for aflønningen i den finansielle sektor for dermed at danne en større forståelse for, hvordan reguleringen har set ud hidtil. Vi vil ligeledes belyse og analysere de nye lovændringer, som trådte i kraft den 1. januar 2011 som følge af lov nr. 1556 af 21. december 2010.

Ønsket om en modernisering af den gældende lovgivning inden for den finansielle sektor skal dels ses som en direkte konsekvens af den finansielle krise, men også i lyset af den stigende internationalisering og globalisering samt den fortsatte udvikling af det EU-retlige marked.

Forud for vedtagelsen af ændringerne i lov om finansiell virksomhed ligger en længerevarende proces, hvor Økonomi & Erhvervsministeriet nedsatte et udvalg med henblik på at udarbejde forslag til en optimal struktur for aflønningen i den finansielle sektor. EU-Kommissionen havde forinden vurderet, at den hidtidige aflønningspraksis i den finansielle sektor havde været for uhensigtsmæssig, idet den i for stor en grad havde indbudt til en for overdreven og risikovillig adfærd⁷. I store dele af den finansielle sektor har den aktuelle aflønningspraksis nemlig haft en tendens til at belønne kortsigtede gevinster og dermed tilskyndet ledende medarbejdere i den finansielle sektor til risikofyldte aktiviteter. Dette har medført muligheden for høj indtjening på kort sigt, hvilket samtidigt har gjort de finansielle virksomheder sårbare overfor store tab på længere sigt.

De nye lovændringer indeholder en detaljeret regulering af brugen af variabel aflønning i finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder, hvilket medfører en betydelig begrænsning af den hidtidige adgang til frit at aftale vilkår i aflønningsprogrammer i den finansielle sektor. Hvor der tidligere i højere grad har været adgang til at indgå individuelle aftaler om aflønningen af ledende medarbejdere i finansielle virksomheder, indføres der nu med lovændringerne en række begrænsninger i den hidtidige aftalefrihed. Ved nærværende afhandling ønskes det derfor at belyse og fortolke de teoretiske og praktiske

⁷ <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?language=DA&type=IM-PRESS&reference=20100709STO78534>.

problemstillinger, der opstår eller vil blive løst i forbindelse med indførelsen af de nye lovændringer. En forudsætning herfor vil således være, at vi forinden har foretaget en komparativ analyse ved at gennemgå og sammenholde den hidtidige regulering med den nye regulering. På baggrund af en retsdogmatisk analyse af de nye lovændringer vil vi endvidere være i stand til at skabe et større kontrastforhold til de retspolitiske hensyn for derefter at fastsætte hvorvidt disse stemmer overens med rationalet fremsat i bemærkningerne til loven om større klarhed og gennemsigtighed, herunder retspolitiske hensyn. Afslutningsvist vil kapitlet afrundes med en delkonklusion.

2. DET EU-RETLIGE PERSPEKTIV

Den 7. juli 2010 vedtog Europa-parlamentet et forslag om ændring af Kreditinstitutdirektivet⁸ samt Kapitalkravsdirektivet⁹, idet det blev foreslået, at gennemføre en række ændringer til reglerne for aflønningen i den finansielle sektor¹⁰. Sideløbende med denne EU-retlige procedure indgik den danske regering den 31. august 2010 et forlig med størstedelen af partierne i Folketinget¹¹ om en forsvarlig aflønningspolitik i den finansielle sektor. Forliget blev efterfølgende udmøntet i et udkast til forslag om lov om ændring af lov om finansiell virksomhed m.v., hvorefter det den 1. januar 2011 trådte i kraft.

Baggrunden for forslaget om indførelse af skærpede regler på det EU-retlige marked for aflønningspolitikken var baseret på EU-Kommissionens henstilling af 30. april 2009 om aflønningspolitik i finanssektoren¹². Da denne henstilling ikke var bindende for hverken de omfattede institutter eller de enkelte medlemslande, var formålet med forslaget til direktivet i væsentlig grad at opnå bindende og ensartede principper for aflønningspolitikken i den finansielle sektor.

Som det fremgår af præamblen til ændringsforslaget for henholdsvis Kreditinstitutdirektivet samt kapitalkravsdirektivet, er de overordnede intentioner med de forslåede ændringer bl.a.:

⁸ Direktiv 2006/48

⁹ Direktiv 2006/49

¹⁰ Direktiv 2010/76/EU

¹¹ Alle partier i folketetinget bortset fra Enhedslisten.

¹² EU-Kommissionens henstilling af 30. april 2009 om aflønningspolitik i finanssektoren (2009/384/EF)

- at forpligte kreditinstitutter til at have en aflønningspolitik og praksis, som er i overensstemmelse med og fremmer en forsvarlig og effektiv risikostyring og indføre strenge principper for forsvarlig aflønning.
- at udvide kapitalkravsdirektivets tilsynsregler til at omfatte aflønningspolitik, således at tilsynsmyndighederne kan pålægge virksomheder krav om at afhjælpe et eventuelt problem konstateret af tilsynsmyndighederne.

I forlængelse heraf skal det nævnes, at nærværende direktiver begge er minimumsdirektiver, hvilket indebærer, at disse angiver hvilke reguleringer de enkelte medlemslande som minimum skal gennemføre. Derved åbnes muligheden for, at de enkelte medlemslande i et vist omfang kan fastsætte yderligere skærpede krav, end hvad der er angivet i direktiverne.

3. DEN NATIONALE REGULERING

Den finansielle sektor har i lighed med mange andre områder verden over været særligt påvirket af den globale finanskrisen. Mange har endvidere den opfattelse, at den finansielle sektors ageren på det finansielle marked var hovedårsagen til den finansielle krises begyndelse. I forbindelse hermed blev der i særdeles grad rettet en stærk kritik mod aflønningen i den finansielle sektor, fordi der i nogle tilfælde har været bankdirektører der har opnået ekstra lønstigninger i form af variable løn trods bankernes dårlige situation. Man mente derfor, at der var et tiltrængt behov for, at politikerne skulle rette deres fokus mod den finansielle sektor med henblik på indførelse af en række restriktioner for derigennem at skabe større klarhed og gennemsigtighed for aflønningen i den finansielle sektor. Som en reaktion herpå blev der indført forskellige restriktioner mod netop incitamentsaflønningen af ledende medarbejdere i den finansielle sektor. Dermed opstod Bankpakke 1 og efterfølgende Bankpakke 2, hvilke vil blive behandlet nedenfor med det formål at redegøre for de incitamentsprogrammer, som henholdsvis Bankpakke 1 og Bankpakke 2 medførte for den finansielle sektor.

3.1. Lov om finansiell stabilitet – Bankpakke 1

Folketinget vedtog den 10. oktober 2008 lov. nr. 1003 om finansiell stabilitet med det formål at genetablere tilliden til den finansielle sektor. Ordningen fik betegnelsen Bankpakke 1, og den bestod af en garantiordning, hvor staten frem til den 30. september

2010 garanterede ubegrænset for alle indskud. Ordningen er i dag udløbet og har for afhandlingens synspunkt begrænset relevans, idet denne ikke indeholdte indskrænkninger for aflønningen af ledelsen i finansielle virksomheder, men derimod blot er forløberen til Kreditpakken, formelt også kaldet Bankpakke 2. Bankpakke 1 vil således ikke blive belyst yderligere i denne afhandling.

3.2. Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter – Bankpakke 2

Da den finansielle krise fortsatte efter Bankpakke 1, blev behovet for endnu en aftale aktuel, hvorfor den danske regering den 18. januar 2009 indgik i et samarbejde med oppositionen om en finansiell aftale med henblik på at yde økonomisk hjælp til den finansielle sektor samt at implementerer nye tiltag. Som nævnt ovenfor fik aftalen betegnelsen Kreditpakken, og havde til formål at tilføje den finansielle sektor likviditet i form af statslige kapitalindskud, hvilket var nødvendigt for at eliminere de finansielle virksomheders tilbageholdende udlånspolitik.

3.2.1. Kreditpakkens restriktioner i forhold til incitamentsaflønning af ledende medarbejdere

I forbindelse med Kreditpakken, lov nr. 67 af 3. februar 2009 om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter, blev der i lov om finansiell virksomhed indsat en række restriktioner. Restriktionernes anvendelsesområde var opdelt i to forskellige niveauer. Dels et niveau for de restriktioner som skulle gælde for alle danske finansielle institutioner, samt et niveau for de restriktioner som kun skulle gælde for de finansielle institutioner som tilmeldte sig ordningen.

Følgende restriktioner var gældende for alle finansielle institutioner og vedrørte samtidig incitamentsaflønning.¹³

- i. Variable lønde for direktionsmedlemmer i finansielle virksomheder må højst udgøre 50 % af den faste grundløn inklusiv pension.
- ii. Lønepakker til direktionsmedlemmer i finansielle virksomheder skal godkendes på generalforsamlingen.

¹³ <http://www.business.dk/article/20090119/finans/90119017/>

Derudover vedrørte nedenstående restriktioner alle de finansielle institutioner som kunne betragtes som værende en del af ordningen:

- i. Som det fremgår af aftalen mellem staten og Det private Beredskab, herunder SKL § 8, stk. 2, nr. 914, var det et krav for indtrædelse i den individuelle statsgaranti, at pengeinstitutterne kun måtte trække halvdelen af direktionslønningerne fra i skat. Resten skulle komme direkte fra overskuddet. Revisionen skulle endvidere oplyse, hvad der var betalt i løn, og hvad der var trukket fra i regnskabet.
- ii. Endvidere fremgår det af lovens § 8, stk. 2 nr. 4, at der ikke måtte indføres nye aktieoptionsprogrammer til direktionen, og eksisterende ordninger måtte ikke forlænges eller blive fornyet frem til 1.oktober 2010, hvor garantiordningen udløb.
- iii. Derudover måtte bonusløn og lignende ordninger for direktionen højst udgøre 20 % af den (samlede grundløn inklusive), jf. SKL § 8, stk. 2, nr. 8.
- iv. Bankerne måtte fortsat ikke betale udbytte eller tilbagekøbe egne aktier eller lave nye optionsprogrammer frem til 1. oktober 2010. Derefter måtte der gerne udbetales udbytte men kun såfremt, der var overskud. Der vil være forbud mod at tilbagekøbe egne aktier, så længe statens lån ikke er tilbagebetalt.

3.2.2. Forholdet til børsretlige og ikke børsretlige finansielle institutioner

I lighed med ovenstående bankpakker foreligger der endvidere særlige regler for medlemmer i bestyrelser og direktioner, når situationen omhandler finansielle institutioner, der har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller et tilsvarende reguleret marked.

3.2.3. Ikke-børsnoterede finansielle institutioner

Det fremgår således af SL¹⁵ § 138, at ledende medarbejdere i ikke børsnoterede institutioner kan aflønnes med et fast eller variabelt vederlag dog med det forbehold, at vederlaget ikke overstiger det niveau, hvad der må anses for at være sædvanligt efter

¹⁴ <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=126348#K4>

¹⁵ Selskabsloven

hvervets art og omfang, samt hvad der må anses at være forsvarligt i forhold til institutionens økonomiske situation. I relation hertil opstår imidlertid spørgsmålet om, hvad der kan forstås ved formuleringen "sædvanligt efter hvervets art og omfang". I tilknytning hertil fremgår det af lovens bemærkninger, at *"der kan tages udgangspunkt i, hvad der udbetales for tilsvarende arbejdsopgaver i sammenlignelige virksomheder"*. Som subsidiære bemærkninger hertil synes denne fortolkning at medføre en del problemer, idet aflønningen i den finansielle sektor har været betydelig forskellig fra institution til institution på trods af dårlige økonomiske forhold.

3.2.4. Børsnoterede finansielle institutioner

Den afgørende forskel i reguleringen af incitamentsaflønningen i børsnoterede kontra ikke-børsnoterede finansielle institutioner udgøres af SL § 139. Det fremgår nemlig heraf, at de overordnede retningslinjer for incitamentsaflønningen af bestyrelsen og direktionen i børsnoterede institutioner skal godkendes på generalforsamlingen samt tilføjes til selskabets vedtægter. Nærværende bestemmelse er en videreførelse af den gældende regel i aktieselskabslovens § 69 b. Det følger af bemærkningerne til Selskabslovens § 139, at *"incitamentsaflønning omfatter enhver variabel aflønning. Incitamentsaflønning er således ikke begrænset til aktiebaseret aflønning, såsom aktieoptioner, tegningsrettigheder (warrants) og såkaldte fantomaktier, hvor der ydes et vederlag baseret på værdien af kapitalselskabets aktier. Ikke-aktiebaserede bonusordninger, resultatkontrakter og lignende instrumenter, hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd, vil således også være omfattet af bestemmelsens anvendelsesområde."* Endvidere fremgår det af bemærkningerne, at samtlige konkrete incitamentsaftaler, der indgås med ledende medarbejdere, skal bygge på de i generalforsamlingsgodkendte retningslinjer, uagtet det faktum at der deltager personer uden for ledelsen i det konkrete incitamentsprogram.

4. KAPITALKRAVSDIREKTIVET – EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2010/76/EU

Allerede inden ændringerne til kapitalkravsdirektivet blev vedtaget, gik arbejdet i gang med at udfærdige dansk lovgivning, som overholdt de nye principper til aflønning. Det afspejler både hvor meget arbejde, der ligger bag ved direktivændringer, men også i hvor høj grad

aflønningspolitik kan blive prioriteret i Danmark fremover. Som tidligere nævnt, udspringer ændringerne i kapitalkravsdirektivet fra omfattende arbejde i både FSF (Principles on Sound Compensation Practices in the financial industry), CEBS og Basel. Vi vil i denne afhandling kun behandle de dele, som berører aflønningspolitikken i den finansielle sektor, da direktivet også indeholder omfattende regler om krav til virksomhedernes kapitalberedskab, securitisationer m.v.

Kommissionens henstillinger for aflønningspolitik i finanssektoren (2009/384/EF) opstillede før direktivet, principper for aflønningspolitik som er i overensstemmelse med effektiv risikostyring. Direktivet bygger videre på de principper, men sørger samtidig for, at de bliver implementeret i bindende retskilder, således at de på den letteste måde bliver (delvist) harmoniseret i EU.

Det nævnes i de indledende bemærkninger til direktivet, at baggrunden for ændringsdirektivet blandt andet var muligheden for at forpligte virksomhederne til at have en forsvarlig aflønningspolitik herunder at fremme effektiv risikostyring¹⁶.

Det bliver yderligere specificeret i præamblen, at "overdreven og uforsigtig risikotagning kan underminere finansieringsinstitutters finansielle soliditet."¹⁷. Direktivet kan derfor være med til at sikre, at "aflønningsstrukturen ikke tilskynder de enkelte medarbejdere til overdreven risikotagning"¹⁸. Det nævnes ligeledes, at "vurderingen af aflønningens resultatafhængige komponenter bør ske på grundlag af... en længere periode"¹⁹.

5. LOV OM ÆNDRING AF LOV OM FINANSIEL VIRKSOMHED.

Nedenfor vil lov nr. 1556 af 21. december 2010 relevante bestemmelser blive gennemgået med henblik på at belyse og fastlægge retsvirkningerne af disse. Herved bliver vi i stand til at vurdere, om ændringerne i retstilstanden er proportionale med det tilsigtede formål.

¹⁶ Baggrund 5.6 i direktivet og præambel (3)

¹⁷ Præambel (4)

¹⁸ Præambel (4)

¹⁹ Præambel (5)

5.1. LOFV § 71 - Aflønningspolitik

5.1.1. Effektive former for virksomhedsstyring

Ved nærværende lovændring vil § 71 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 71

En finansiel virksomhed skal have effektive former for virksomhedsstyring, herunder...

9) en lønpolitik og -praksis, der er i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om de foranstaltninger, som en finansiel virksomhed og finansielle

holdingvirksomheder skal træffe for at have effektive former for virksomhedsstyring, jf. stk. 1.

Stk. 3. Stk. 1, nr. 9, finder tilsvarende anvendelse på finansielle holdingvirksomheder.

Som følge af Kommissionens henstilling om aflønningspolitik i finanssektoren samt reglerne om aflønning i kapitalkravsdirektivet, har regulering vedrørende reglerne om aflønning til formål at medvirke til, at finansielle virksomheder og finansielle holdingsvirksomheders aflønning af ledelsen samt ansatte med væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil ikke fører til overdreven risikovillig adfærd. Dette betyder, at finansielle virksomheder og finansielle holdingsvirksomheder skal have en aflønningspolitik, som er i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring. § 71 i lov om finansiel virksomhed er således nyaffattet med den konsekvens, at der i § 71, stk. 1, nr. 9 i er indført krav om, at finansielle virksomheder og finansielle holdingsvirksomheder skal have en aflønningspolitik og praksis, som er i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring. Effekten heraf medfører således en skærpelse for brugen og sammensætningen af incitamentsprogrammer i den finansielle sektor.

Endvidere er der i lov om finansiel virksomhed § 71, stk. 3 indført yderligere modifikationer hvoraf fremgår, at reglerne i § 71, stk. 1, nr. 9 tilsvarende vil finde anvendelse på finansielle holdingsvirksomheder.

5.1.2. LOFV § 71, stk. 1, nr. 9: Lønpolitik og praksis

En finansiell virksomhed skal have effektive former for virksomhedsstyring, herunder 9) en lønpolitik og -praksis, der er i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring.

Stk. 2. Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om de foranstaltninger, som en finansiell virksomhed og finansielle holdingvirksomheder skal træffe for at have effektive former for virksomhedsstyring, jf. stk. 1.

Stk. 3. Stk. 1, nr. 9, finder tilsvarende anvendelse på finansielle holdingvirksomheder.

Et af de gennemgående punkter i de nye bestemmelser i LOFV er kravet om at finansielle virksomheder skal have en lønpolitik. Baggrunden for at indføre lønpolitikken bunder i et ønske om begrænsning af risiko og mere gennemskuelighed.

Det fremgår af bestemmelsen, at en finansiell virksomhed skal have effektive former for virksomhedsstyring herunder "en lønpolitik og praksis, der i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring"²⁰. De nærmere bestemte regler for lønpolitikken er fastsat af finanstilsynet i bkg 2010/1665 i overensstemmelse med § 71, stk. 2. Bestemmelserne er omfattende og strækker sig fra bekendtgørelsens § 4 til § 8 (lønpolitik) og § 9 til § 13 (andre hensyn) i øvrigt. Sidstnævnte bestemmelser henviser i vidt omfang tilbage til § 77 a-b men fastsætter også indholdsmæssige krav til lønpolitikken, som ikke kan udledes direkte af lov om finansiell virksomhed. Det drejer sig bl.a. om at resultatmålingen, der lægges til grund for den variable løndel, skal afspejle de nuværende og fremtidige risici, som knytter sig til de pågældende resultater m.v.

5.1.3. LBKG 2010/1665 Lønpolitisk cyklus

Reglerne i bekendtgørelsen er både en gentagelse og en præcisering af de bestemmelser, som er indført med den nye lov. Det fremgår bl.a., at det er virksomhedens bestyrelse, som skal fastlægge lønpolitikken, og at den skal godkendes af virksomhedens øverste organ²¹. For at sørge for, at lønpolitikken løbende bliver opdateret, er der i § 6 i bekendtgørelsen indsat en regel om, at lønpolitikken skal gennemgås af bestyrelsen en

²⁰ Det fremgår i øvrigt også, at bestemmelsen tilsvarende finder anvendelse på finansielle holdingvirksomheder jf. stk.3

²¹ Disse punkter er uddybet i afsnit 5.5.1

gang årligt for at tilpasse den virksomhedens udvikling. Det synes i den forbindelse proportionalt med et sådan krav om en årlig gennemgang af lønpolitikken, idet udeblivelsen af et sådan krav kunne medføre, at lønpolitikken kun blev opdateret i gode tider og tider med højkonjunktur, hvilket kunne medføre, at politikken ikke afspejler de reelle muligheder, virksomheden har for at betale. Selvom kontrollen om, hvorvidt dette reelt udføres er sparsom, synes det arbejdsbyrdemæssigt fordelagtigt at formulere den som det er gjort.

Det bliver ligeledes fastlagt i § 6 i bekendtgørelsen, at der mindst en gang om året skal foretages kontrol af, om lønpolitikken overholdes. Retningslinjerne for kontrollen skal fastlægges af bestyrelsen, ligesom resultatet skal rapporteres dertil. Det synes i sig selv logisk, at der skal foretages kontrol. Det er ligeledes et krav, at bestyrelsen fører kontrol med aflønning af ledelsen af kontrolfunktionen i virksomheden. Hvervet kan dog varetages af et aflønningsudvalg, hvis det er oprettet.

Hvis man sammenholder kravet om godkendelse af lønpolitikken og kravet om opdatering og krav om kontrol, kan man se, at der med disse nye regler er indført en gennemtænkt cyklus, som vil sørge for, at der er et overvågningssystem på plads mht. lønpolitikker.

Bestemmelserne savner dog håndfaste elementer, da denne lønpolitik-cyklus nemt og hurtigt kan blive gentagelsesarbejde uden reelt indhold, da store dele af arbejdet skal udføres af et fåtal af personer.

5.1.4. LBKG 2010/1665 Krav til lønpolitik

Lønpolitikken skal under hensyntagen til virksomhedens størrelse og aktiviteter, udformes i overensstemmelse med fire overordnede punkter²²:

- være i overensstemmelse med og fremme en sund og effektiv risikostyring, som ikke tilskynder til overdreven risikotagning,
- være i overensstemmelse med virksomhedens forretningsstrategi, værdier og langsigtede mål, herunder en holdbar forretningsmodel,
- harmonere med principperne om beskyttelse af kunder og investorer i forbindelse med udførelsen af virksomheden og indeholde foranstaltninger, der kan afværge interessekonflikter, samt

²² Bekendtgørelse 2010/1665, § 8

- sikre, at den samlede variable løn, som virksomheden forpligter sig til at udbetale, ikke udhuler virksomhedens mulighed for at styrke sit kapitalgrundlag.

Som nævnt ovenfor er punkterne overordnede og generelle i sin udformning. De har således til formål at sikre virksomhedens fokus på overlevelse såvel som at sikre virksomhedens interesser. Med andre ord tilsigter de i stor grad de intentioner, som er placeret hos en virksomheds aktionærer. Således fungerer punkterne ved at bidrage til, at lønpolitikens fokus bliver spredt ud på hele virksomhedens interesser-spektrum.

Bestemmelserne i de efterfølgende §§ 9-13 er mere specifikke af natur men refererer hovedsageligt til de lovbestemmelser, der er indsat i LOFV § 77 a og § 77 b. Af nævneværdige formuleringer i §§ 9-13 kan nævnes, at den faste løndel skal udgøre en tilstrækkelig høj andel af den samlede løn²³, ligesom der skal tage hensyn til ikke-økonomiske kriterier ved vurderingen af den enkelte medarbejders resultater²⁴. Begge disse hensyn synes fornuftige, da en bestemt fast løndel vil kunne bidrage til, at virksomheden kan være mere fleksibel mht. deres "bonuspolitik"²⁵. Det virker dog endnu vigtigere, at der skal tages hensyn til ikke-økonomiske kriterier. Det nævnes ligeledes i bestemmelsen at disse ikke-økonomiske hensyn bl.a. kan indebære overholdes af interne regler samt virksomhedens retningslinjer. Det betyder, at fokus ikke kun bliver på bundlinjen men også måden, hvorpå virksomheden opnår resultatet, og måden den agerer med omverdenen. Det betyder ikke nødvendigvis at man fjerner fokus fra profitmaksimering, men måske nærmere at man anerkender at virksomheden på længere sigt kan have gavn (også økonomisk) af at have styr på ikke-økonomiske sager.

Til sidst nævnes det i § 12, at en ansat i en kontrolfunktions bonusaflønning ikke må afhænge af resultatet af den afdeling, som denne fører kontrol med. Bestemmelsen er endnu en udvidelse af tidligere bestemmelser, som sørger for, at kontrolfunktionen ikke blot er uafhængig men i dette tilfælde også belønnes for præstationer, som der ikke kan sættes spørgsmålstegn ved.

²³ Bekendtgørelse 2010/1665, § 9, stk.1, nr. 2.

²⁴ Bekendtgørelse 2010/1665, § 10, stk.3.

²⁵ Bekendtgørelse 2010/1665, § 10, stk.3.

Det ses derfor, at reglerne vedrørende lønpolitikken i store træk stemmer overens med resten af den nye lovgivningen og i det store perspektiv bidrager til, at virksomheden anvender ansvarlighed og gennemsigtighed i deres aflønning. Alle bestemmelserne i bekendtgørelsen er en lille præcisering af de tidligere bestemmelser, og selvom det kan synes positivt, så tilføjer de i §§ 9-13 hverken nævneværdig yderlige værdi eller ændrer markant på den aktuelle retsstilling. Set fra et retsdogmatisk synpunkt tilføjer bekendtgørelsen derfor overordnet set, ingen eller kun en meget lille skærpelse af lovgivningen. Det er kritisabelt at det ikke er lykkedes at præcisere reglerne endnu mere, når muligheden bød sig.

5.2. LOFV § 77 a

Reglerne om aflønning af ledende medarbejdere i finansielle virksomheder har indtil den 1. januar 2011 være reguleret i lov om finansiell virksomhed herunder i § 77 a, stk. 1-3 og § 77 b. Disse regler er i dag blevet ændret på baggrund af en række EU-retlige tiltag med henblik på at minimere den hidtidige risikovillige adfærd blandt ledende medarbejdere. Dette har selvsagt medført en mere omfattende og restriktiv regulering. Hvor der tidligere i høj grad har været adgang til at indgå individuelle aftaler om aflønning af ledende medarbejdere i finansielle virksomheder, er der ved lovændringen indført en detaljeret regulering af brugen af variabel aflønninger for ledende medarbejdere, hvilke fremadrettet vil have en begrænsende effekt på parternes aftalefrihed.

Nedenfor vil de respektive nye bestemmelser blive gennemgået med henblik på at belyse og klarlægge omfanget af de nye restriktioner og begrænsninger som følge af implementeringen af henholdsvis kapitalkravsdirektivet og EU-Kommissionens henstilling samt anbefalingerne fra den danske arbejdsgruppe.

5.2.1. Væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 1

Ved finansielle virksomheders og finansielle holdingvirksomheders aflønning af bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, skal virksomheden sikre sig, at følgende er opfyldt.

Som følge af EU-Kommissionens henstilling pkt. 1,4²⁶ er det blevet indført, at kravene i medfør af reglerne i § 77 a stk. 1 også skal gælde for finansielle holdingvirksomheder. Et tilsvarende krav følger også af kapitalkravsdirektivet jf. kapitalkravsdirektivet bilag V, pkt. 23, litra t²⁷.

Nærværende bestemmelse omhandler således en offentligretlig regulering af finansielle virksomheders og finansielle holdingsvirksomheders pligter, hvilket vil have indflydelse på de enkelte virksomheders mulighed for at indgå aftaler om variabel løn med medlemmer af direktionen, bestyrelsen og andre væsentlige risikotagere i de enkelte finansielle virksomheder. De finansielle virksomheder vil således i større grad være begrænset i brugen og sammensætningen af variabel løn til direktionen, bestyrelsen og andre væsentlige risikotagere, end det hidtil har været muligt. Bestemmelsens stk. 1 tager derfor som i lighed med de øvrige bestemmelser i § 77 a udgangspunkt i, at det er den finansielle virksomheds eller finansielle holdingsvirksomheds pligt at sikre dig, at de i loven anførte krav efterkommes.

5.2.2. Definition for variable lønandele

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 7 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 7

Ved variable lønandele forstås aflønningsordninger, hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd, herunder bonusordninger, resultatkontrakter og andre lignende ordninger. En variabel løndel, der er resultatafhængig, skal fastsættes på grundlag af en vurdering af den pågældende modtagers resultater, resultaterne i dennes afdeling og virksomhedens resultater.

Idet nærværende bestemmelse vedrører fortolkningen af variable lønandele, hvilke netop udgør denne afhandlings hovedfokus, vil dette indledningsvist blive gennemgået med det formål at skabe en større konsensus for afhandlingens forståelse og sammenhæng.

²⁶ Kommissionens henstilling pkt. 1,4 af 30. april 2009, afsnit I: Medlemsstaterne bør sikre, at principperne i afsnit II, III og IV finder anvendelse på individuelle finansielle virksomheder og på koncerner. Principperne om forsvarlig aflønningspolitik bør finde anvendelse på koncernniveau på moderselskabet og datterselskaberne, herunder også selskaber, der er etableret i offshorefinanscentre.

²⁷ Kapitalkravsdirektivets Bilag V, pkt. 23, litra t: De principper, der er fastsat i dette punkt, anvendes af kreditinstitutter på koncernniveau samt af moder- og datterselskaber, herunder af dem, der er etableret i offshorefinanscentre.

Resten af bestemmelserne vil blive gennemgået i overensstemmelse med lovens opstillede kronologiske rækkefølge.

Indholdet i lovens § 77 a, stk. 7 viderefører definitionen af variable lønandele fra den tidligere bestemmelse i § 77 a, stk. 2. Som det fremgår af bemærkningerne hertil, er der i loven ikke indført en udtømmende opremsning af variable lønandele men derimod opstillet en overordnet fortolkning af, hvad der kan forstås ved variable lønandele. Det afgørende for vurderingen af, om der er tale om en variabel lønandel i lovens forstand er således, om lønnen kan give modtageren et incitament til at handle uhensigtsmæssigt med henblik på at opnå bestemte resultater. I sidste ende vil dette nemlig kunne medføre til en mere overdreven risikovilligadfærd hos det ledelsesmedlem eller ansatte, der modtager den variable lønandel.

På baggrund af kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra g²⁸ er der som tillæg til den gamle definition i stk. 7, 2 pkt. blevet indført et krav om, at en variabel lønandel, som er resultatafhængig, desuden skal fastsættes på grundlag af en vurdering af den pågældende modtagers resultater samt resultaterne i dennes afdeling såvel som virksomhedens resultater. Ifølge kapitalkravsdirektivet er formålet med dette tillæg nemlig at sikre, at variable lønandele ikke kun baseres på den enkeltes præstation, da dette kan have en forstærkende virkning på den enkeltes risikoadfærd på grund af muligheden for at påvirke egen indkomst. Således er bestemmelsens nu blevet udvidet til, at variable lønandele også skal baseres på virksomhedens samlede resultater jf. § 7 a, stk. 7.

5.2.3. Variabel lønandel på 50 %

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 1, nr. 1 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 1, nr. 1

De variable lønandele til et medlem af bestyrelsen eller direktionen må højst udgøre 50 pct. af henholdsvis honoraret og den faste grundløn inklusive pension, jf. dog § 77 b, stk. 1.

²⁸ Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra g: Når aflønningen er resultatafhængig, fastsættes den samlede aflønning på grundlag af en vurdering af den enkelte medarbejders og den pågældende afdelings resultater og kreditinstituttets samlede resultater, og ved vurderingen af den enkelte medarbejders resultater tages der hensyn til såvel finansielle som ikke finansielle kriterier.

Ved denne lovændring er bestemmelsen i stk. 1, nr. 1 nu blevet udvidet i forhold til den tidligere bestemmelse, som alene vedrørte loftet for direktionens variable løn, således at bestemmelsen nu både omfatter bestyrelsen og direktionen i finansielle virksomheder og finansielle holdingsvirksomheder. I modsætning til den tidligere bestemmelse er der således blevet indført et tilsvarende loft på 50 % af honoraret for medlemmer af bestyrelsen. Nærværende lovændring er en videreudvikling af de restriktioner, der blev indført i lov om finansiell virksomhed i forbindelse med kreditpakken jf. ovenfor, hvilket synes proportionalt, idet hele ledelsen derved underlægges de samme krav, som før kun gjaldt medlemmer af direktionen. Det er på trods af, at bestyrelsen ofte kun i mindre grad gør brug af incitamentsprogrammer.

Endvidere er der i nærværende bestemmelse indført en reference til lovens § 77 b, hvilket særligt vedrører forholdet til aflønningen af bestyrelsen og direktionen i finansielle virksomheder eller finansielle holdingvirksomheder, som modtager statsstøtte. Sidstnævnte bestemmelse vil blive gennemgået nedenfor i afsnit 5.3, hvorfor forholdet hertil ikke vil blive berørt yderligere.

5.2.4. Ansatte med væsentlig indflydelse

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 1, nr. 2 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 1, nr. 2

Der fastsættes et passende loft for variable løndelev for andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil.

I forlængelse af ovenstående gennemgang af 50 % grænsen for direktionen og bestyrelsen i finansielle virksomheder er der ved nærværende lovændring endvidere indført en restriktion for aflønningen af ansatte i finansielle virksomheder, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil – ”væsentlige risikotagere”. Det fremgår således, at den finansielle virksomhed selv skal fastsætte et for virksomheden passende loft for sådanne ansatte.

Det skal i den forbindelse nævnes, at lovændringerne i § 77 a, stk. 1, nr. 1 og 2 gennemfører EU-Kommissionens henstilling pkt. 4,²⁹ hvilket omhandler det forhold, at der skal være et loft for den variable løndel. Derudover nævnes det i Kommissionens henstilling pkt. 4,³⁰ samt i kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra 1³¹, at der skal være en passende balance mellem den variable og faste lønandele, således at den faste løndel er så tilstrækkelig høj, og at det er muligt at føre en fleksibel bonuspolitik for at sikre, at de ansattes privat-økonomi ikke er afhængig af bonus udbetalinger.

Afgrænsningen af aflønningen for bestyrelsen og direktionen synes ikke at give anledning til fortolkningstvivl. Det gør derimod identifikationen af "væsentlige risikotagere", hvorfor det i § 2, stk. 3 i bekendtgørelse 2010-12-21 nr. 1665 er foretaget en præciseret heraf. Det fremgår således af bekendtgørelsen, at der ved "væsentlige risikotagere" kan forstås;

1. Ledelsen af den del af organisationen, som foretager handel med eller godkendelse af finansielle instrumenter,
2. Ledelsen af den del af organisationen, som investerer virksomhedens egne midler,
3. Ansatte i de dele af organisationen, som er nævnt i nr. 1 og 2, som via finansielle instrumenter kan tage en væsentlig risiko på virksomhedens vegne for virksomhedens midler,
4. Ledere af aktuarfunktion og reassurance, som kan tage en væsentlig risiko på virksomhedens vegne for virksomhedens midler,
5. Ledelsen af den del af organisationen, som forestår kontrol af overholdelse af grænser for risikotagning, og
6. Ansatte, som kan påføre virksomheden væsentlige kreditrisici.

Som udgangspunkt er det bestyrelsen i de finansielle virksomheder, som skal træffe beslutning om, hvilke personer der kan vurderes til at have en væsentlig indflydelse på

²⁹ Kommissionens henstilling pkt. 4,1 af 30. april 2009, afsnit II: *Indeholder aflønningen en variabel komponent eller en bonus, bør der i aflønningspolitikken være en passende balance mellem faste og variable aflønnings-komponenter. En sådan passende balance mellem aflønningskomponenterne kan variere fra medarbejder til medarbejder afhængigt af markedsforholdene og den specifikke sammenhæng, som den finansielle virksomhed opererer i. Medlemsstaterne bør sikre, at der i de finansielle virksomheders aflønningspolitikker fastsættes et loft for den variable komponent.*

³⁰ Kommissionens henstilling pkt. 4,2 af den 30. april 2009: *Den faste aflønningskomponent bør udgøre en tilstrækkelig høj andel af den samlede løn og gøre det muligt for virksomheden at føre en helt igennem fleksibel bonuspolitik.*

³¹ Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra l: *Der er en passende balance mellem faste og variable aflønningskomponenter.*

virksomhedens risikoprofil jr. § 2, stk. 2 i bkg 2010/1665. Det må derfor være bestyrelsen, som har ansvaret for, at disse ovenfor nævnte kategorier af ansatte bliver udpeget, med mindre bestyrelsen tager konkret stilling til andet.

Hvad angår betegnelsen et "passende loft", synes bestemmelsens formulering at være meget vag og fleksibel, idet denne åbner op for en egenhændig fortolkning af grænsen for et passende loft. Man kunne derfor formode, at en række virksomheder på baggrund heraf, ville udnytte denne vage formulering i form af for høje variable lønudbetalinger til ansatte med væsentlig indflydelse. Anderledes havde det imidlertid været, hvis man i forarbejderne eller retningslinjerne herfor, havde indført en antagelse for, hvad man kunne anse for et passende eller højt loft. Af lovforslagets første udkast fremgik nemlig en antagelse for, at 100 % af den faste grundløn, inkl. pension kunne anses for at være et højt loft. Denne grænse er imidlertid fravalgt i bemærkningerne og i retningslinjerne til lovændringen, hvorfor en afklaring på, hvad der kan forstås ved et passende loft, ikke er muligt. Meget er derfor lagt i hænderne på Finanstilsynet, som skal føre tilsyn med virksomhedens efterlevelse af reglerne.

5.2.5. Opdeling af den variable løn

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 1, nr. 3 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 1, nr. 3

Mindst 50 pct. af en variabel løndel til bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, på tidspunktet for beregningen heraf skal bestå af aktier eller aktiebaserede instrumenter i virksomheden eller dennes modervirksomhed, der ejer virksomheden fuldt ud, eller af instrumenter, der afspejler virksomhedens kreditværdighed, herunder hybrid kernekapital i virksomheden, der opfylder kravene i § 129, stk. 2, jf. dog stk. 2. For forsikringsselskaber kan mindst 50 pct. af den variable løndel til bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, bestå af efterstillet gæld i forsikringsselskabet.

(Ifølge kapitalkravsdirektivet bilag V, pkt. 23, litra o³², hvilken gennemfører kravene i stk. 1, nr. 3, skal mindst 50 % af den variable løn til ledelsen eller andre ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, bestå af aktier, aktiebaserede instrumenter i virksomheden eller af instrumenter, som afspejler virksomhedens kreditværdighed, herunder fx hybrid kernekapital.) Som det fremgår af kapitalkravsdirektivets artikel 22, stk. 4, litra b, har CEBS, udarbejdet en række retningslinjer for hvilke instrumenter, der kan anses for at afspejle virksomhedens kreditværdighed. (Som følge heraf er det i bestemmelsens stk. 1, nr. 3, blevet anført, at de respektive finansielle virksomheder skal sikre sig, at mindst 50 % af den variable løn til bestyrelsen, direktionen samt andre ansatte, hvis aktiviteterne har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil på tidspunktet for beregningen heraf, skal bestå af aktier, aktiebaserede instrumenter i virksomheden, eller dennes modervirksomhed der ejer virksomheden fuldt ud, eller i instrumenter, der afspejler virksomhedens kreditværdighed.) Muligheden for at opfylde kravet i stk. 1, nr. 3 med aktier i den finansielle virksomheds modervirksomhed, hvilken kan betragtes som 100 % ejer af den finansielle virksomhed, er indsat, fordi det i visse koncernkonstruktioner vil være mest hensigtsmæssigt dels på grund af modervirksomhedens interesse i at bevare sit 100 % ejerskab, og dels fordi det oftest alene er moderselskabets aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked.

Hvad angår aktiebaserede instrumenter, fremgår det ikke nærmere af kapitalkravsdirektivet, hvad der skal forstås herved, hvorfor det derfor må antages, at begrebet omfatter aktieoptioner og lignende instrumenter. Dog skal det i denne forbindelse nævnes, at aflønning med aktieoptioner eller lignende instrumenter for bestyrelsens og direktionens vedkommende er begrænset til at udgøre maksimalt 12,5 % af henholdsvis honoraret eller den faste grundløn inklusive pension, jf. 77 a, stk. 2, hvilken vil blive gennemgået yderligere nedenfor.

Endvidere og i tillæg til bestemmelserne i kapitalkravsdirektivet, er der i stk. 1, nr. 3, litra 2, blevet indført en række restriktioner for aflønningen i forsikringsselskaber. Det fremgår

³² Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra o: *En væsentlig del, og i alle tilfælde mindst 50 % af enhver form for variabel løn skal bestå af en passende balance af aktier eller tilsvarende ejerskabsinteresser, i henhold til det pågældende kreditinstituts juridiske struktur eller instrumenter baseret på aktier eller, for ikke-noterede kreditinstitutter, tilsvarende ikke-pekuniære instrumenter.*

nemlig heraf, at mindst 50 % af den variable løn i forsikringsselskaber til bestyrelsen, direktionen samt andre ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på forsikringsselskabets risikoprofil, i stedet kan bestå af efterstillet gæld i forsikringsselskabet. Baggrunden for at der for forsikringsselskabers vedkommende gives en bredere valgmulighed, kan opdeles i flere begrundelser. For det første er der visse forsikringsaktieselskaber, hvor aktionærkredsen er begrænset i vedtægterne til at omfatte nærmere angivne faglige organisationer, hvorfor det ikke vil være muligt, at en del af den variable løn til ledelsen og de væsentlige risikotagere i virksomheden skal bestå af aktier i selskabet. For det andet er der som i lighed med sparekasser på pengeinstitutområdet visse forsikringsselskaber, som for eksempel gensidige forsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, der ikke er aktieselskaber, og som heller ikke kan udstede hybrid kernekapital. På baggrund heraf er der generelt fundet behov for, at forsikringsselskaber skal have mulighed for at opfylde kravet i stk. 1, nr. 3 ved at udstede gældsbreve til ledelsen og de væsentlige risikotagere, når blot der er tale om efterstillet gæld i den forstand, at den har efterstillet alt anden gæld, som forsikringsselskabet har.

Derudover skal det nævnes, at reglerne i stk. 1, nr. 3 skal ses i sammenhæng med lovens § 77 a, stk. 3, hvoraf fremgår, at finansielle virksomheder skal sikre sig, at aktier og instrumenter m.v. der overdrages til bestyrelsen, direktionen eller andre ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil som en del af den variable løn i medfør af stk. 1, nr. 3, ikke må handles af disse personer i en af virksomheden fastsat passende periode. Endvidere må disse personer ikke foretage afdækning af den risiko, der knytter sig til disse aktier og instrumenter. Denne bestemmelse følger af kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra s³³ og er et udtryk for, at man vil sikre, at bestyrelsen og direktionen samt de ansatte som anses for væsentlige risikotagere, har samme økonomiske incitamenter, som en langsigtet investor. Som det blev nævnt i indledningen til nærværende kapitel har den hidtidige aflønningspraksis i store dele af den finansielle sektor haft en tendens til at belønne kortsigtede gevinster, hvilket dermed har medført flere risikofyldte aktiviteter. Dette har medført muligheden for høj indtjening på kortsigt, hvilket samtidig har gjort de finansielle virksomheder sårbare

³³ Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra s: *Medarbejderne skal forpligte sig til ikke at benytte personlige afdækningsstrategier eller løn- og ansvarsrelaterede forsikringer til at underminere de risikotilpasningsvirkninger, der er indbygget i deres aflønningsvilkår.*

overfor store tab på længere sigt. Rationalet ved nærværende regulering synes derfor proportionalt med det tilsigtede formål. Man kunne fx forestille sig et scenarie, hvor en direktør i en finansiell virksomhed modtog en variabel løn, hvoraf halvdelen bestod af eksempelvis aktier i virksomheden. I så fald må man formode, at direktøren i dominerende grad ville have en interesse i, at aktiekursen i virksomheden steg. Tilsvarende må det formodes, at interessen heri udstrækkes over en længere periode. Samtidig har direktøren i samme periode, og i det tilfælde hvor aflønningen sker i aktier, en stor interesse i, at aktien ikke falder. I litteraturen kendetegnes netop dette problem ved principal-agent teorien, hvilken mere præcist omhandler delegation og ansvarlighed mellem individer. Forholdet til principal-agent teori vil blive behandlet yderligere i det multidisciplinære kapitel.

5.2.6. Udskydelsesperioden

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 1, nr. 4 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 1, nr. 4

Virksomhedens udbetaling af mindst 40 pct. af en variabel løndel, ved større beløb mindst 60 pct., sker over en periode på mindst 3 år med påbegyndelse 1 år efter beregningstidspunktet, dog for bestyrelsen og direktionen mindst 4 år, med en ligelig fordeling over årene eller med en voksende andel i slutningen af perioden.

Bestemmelsen i stk. 1, nr. 4 gennemfører Kommissionens henstilling pkt. 4,3³⁴ samt kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra p³⁵. Det fremgår nemlig heraf, at virksomheden skal sikre, at udbetalingen af mindst 40 % af den variable løn udskydes over en periode på mindst 3 år med påbegyndelse fra et år efter beregningstidspunktet. Dette gælder som udgangspunkt kun ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil. Hvad angår bestyrelsen og direktionen gælder en tilsvarende periode dog på

³⁴ Kommissionens henstilling pkt. 4,3 af den 30. april 2009: *I tilfælde, hvor der tildeles en større bonus bør hovedparten af bonussen udskydes i en minimumsperiode. Hvor stor en del af bonussen der skal udskydes, bør fastsættes i forhold til bonussens samlede størrelse sammenholdt med den samlede løn.*

³⁵ Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra p: *En væsentlig del og i alle tilfælde mindst 40 % af den variable aflønning udskydes i mindst tre til fem år og skal behørigt tilpasses virksomhedens karakter, dens risici og den pågældende medarbejders arbejdsopgaver. Aflønning, der udbetales i henhold til en udskydelsesordning, skal ikke godtgøres hurtigere end på proratabasis. Såfremt den variable aflønningskomponent udgør et meget stort beløb, skal mindst 60 % af beløbet udskydes. Længden af udskydningsperioden fastsættes i henhold til den forretningsmæssige cyklus, forretningens art, risiciene forbundet hermed og de pågældende medarbejderes aktiviteter.*

mindst 4 år. Ens betydende for alle er, at lønnen skal fordeles ligeligt over henholdsvis 3 eller 4 år, alternativt med en voksende andel i slutningen af udskydelsesperioden. Som tillæg til ovenstående skal det bemærkes, at der ved større variable lønandele gælder en tilsvarende indskrænkning. Det fremgår nemlig af bestemmelsen, at mindst 60 % af den variable løn skal udskydes, hvis der er tale om større variable lønandele.

Ovenstående skal forstås således, at udbetalingen af den udskudte del af den variable løn først kan påbegyndes et år efter, at den variable løn er beregnet herunder fra beregningstidspunktet. Ved beregningstidspunktet forstås det tidspunkt, hvor opgørelsen af den variable løn, hvilken sker i henhold til de kriterier, der ligger til grund for beregningen af den variable løns størrelse, foretages. Det betyder derfor, at andelen for den beregnede løn, der ikke udskydes, kan udbetales i umiddelbar forlængelse af beregningen. Det fremgår endvidere af bestemmelsen, at den udskudte del af den variable løn skal udbetales i intervaller med et års mellemrum med henblik på at kunne vurdere, om forudsætningerne for beregningerne har ændret sig på en sådan måde, at den udskudte del af den variable løn enten delvist skal udbetales eller helt tilbageholdes.

Som nævnt ovenfor giver nærværende bestemmelse en mulighed for at sikre, at en variabel løn, som baserer sig på kortsigtede resultater herunder eksempelvis resultater opnået på baggrund af en investering i indtjeningsåret, bliver justeret for de risici, der viser sig ved den pågældende investering i de efterfølgende år. Ved at udskyde udbetalingen af henholdsvis 40 % eller 60 % af den beregnede variable lønandel, sikres muligheden for, at virksomheden kan justere for de langsigtede virkninger, som en given investering indebærer. Da nærværende bestemmelse begrænser muligheden for at opnå en variabel løn på baggrund af en kortsigtet indsats eller investering, der på længere sigt viser sig at være tabsgivende for virksomheden, skal der i denne forbindelse refereres til § 77 a, stk. 4, hvilke omhandler krav til de kriterier, der danner grundlag for udbetalingen af den variable løn. Sidst nævnte bestemmelse har en afgørende effekt på nærværende bestemmelse, men vil blive gennemgået yderligere nedenfor. Endvidere fremgår det af stk. 1, nr. 4, at andelen af den udskudte variable løn også skal udskydes med en ligelig fordeling eller med en voksende andel i slutningen af en periode på mindst tre år. Som tidligere nævnt er perioden for medlemmer af bestyrelsen og direktionen fire år. Man må

derfor lægge til grund, at virksomheden kan aftale en længere periode med den aktuelle modtager, hvis virksomheden fx vurderer, at risiciene, der er tilknyttet en bestemt aktivitet, har en længere tidshorizont end tre år. Derudover må det formodes, at det også vil være muligt for virksomheden at indgå aftale med modtageren om, at der udskydes mere end henholdsvis 1/3 (og 1/4 for bestyrelsen og direktionen) af den udskudte lønandel om året, således at der fx i det sidste år udbetales 2/3 eller lign. af den udskudte lønandel. Hvorvidt disse tidshorisonter er tilstrækkelige må ses i sammenhæng med den pågældendes løn og risikoprofil i øvrigt. Tanken bag reguleringen må være at sikre, at optjent variabel løn kan justeres ud fra de langsigtede virkninger af de resultater lønner udmålt på baggrund af. Virksomheden sikres således, at udbetalingen af den udskudte del af den variable løn er betinget af, at de kriterier der har dannet grundlag for beregningen af den variable løn, fortsat er opfyldt på udbetalingstidspunktet samt betinget af, at virksomhedens økonomiske situation ikke er væsentligt forringet i forhold til tidspunktet for beregningen af den variable lønandel. Man kunne således formode, at de ovennævnte tidshorisonter i nogle tilfælde ikke vil være tilstrækkelige.

5.2.6.1. Illustration af samspillet mellem § 77 a, stk. 1, nr. 1 og nr. 3 samt nr. 4

Nedenfor er opstillet et eksempel med henblik på at illustrere effekten af ovenstående bestemmelser. Eksemplet tager udgangspunkt i en direktør i en finansiell virksomhed med en fast grundløn inklusiv pension på DKK 4 mio. På baggrund af en forudgående aftale mellem direktøren og den finansielle virksomhed, udgør den variable lønandel DKK 2 mio. i beregningsåret, dvs. i år 0, hvilket efter vores opfattelse må betegnes som en større variabel lønandel.

Som følge af bestemmelsen i § 77 a, stk. 1, nr. 1 må den variable lønandel i nærværende eksempel maksimalt udgøre DKK 2 mio., da grænsen for udbetaling af variabel løn højst må udgøre 50 % af grundlønnen inklusiv pension. Da DKK 2 mio. udgør det maksimale beløb for, hvad den variable lønandel må udgøre, kan den aktuelle lønandel betragtes som værende i overensstemmelse med ovennævnte bestemmelse. Dernæst fremgår det af § 77 a, stk. 1, nr. 3, at mindst 50 % af den variable lønandel skal bestå af aktier eller lignende instrumenter. Det vil i dette tilfælde udgøre et beløb på DKK 1 mio. Det skal i denne sammenhæng bemærkes, at direktøren ikke må handle disse aktier eller lignende

instrumenter i en af virksomheden fastsat passende periode. Som nævnt ovenfor, udgør den variable lønandel et større beløb, hvorfor det som følger af § 77 a, stk. 1, nr. 4 er 60 % af den variable lønandel, som skal udskydes over en periode på mindst 4 år med en ligelig fordeling over alle årene. Der skal således udskydes mindst DKK 1.200.000 ud af de beregnede DKK 2 mio., som efterfølgende skal fordeles ligeligt over en periode på mindst 4 år. På baggrund heraf skal der derfor udskydes DKK 300.000 pr. år. Det må som følge deraf betyde, at den andel af den beregnede variable lønandel som ikke udskydes, kan udbetales i forlængelse med beregningen altså i år 0. Det fremgår ikke af bestemmelsen eller i bemærkningerne hertil, hvorvidt kravet i § 77 a, stk. 1, nr. 3 om at mindst halvdelen af den variable lønandel skal bestå af aktier eller lignende instrumenter, også skal gælde for udskydelsesperioden. Dog fremgår det i kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra o, at aktier og lignende instrumenter både skal finde anvendelse i forhold til den andel af den beregnede løn som udskydes og den andel som udbetales i forlængelse af beregningen. Med andre ord betyder det, at den finansielle virksomhed ikke kun kan udskyde den kontante del af den variable lønandel. Derimod skal den udskudte lønandel fordeles ligeligt mellem aktier m.v. og kontante dele. Nærværende eksempel er yderligere illustreret i tabel 1 nedenfor.

Tabel 1. Opdeling af den variabel løn for en direktør i en finansiell virksomhed

Variabel løn til udbetaling (DKK)	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	Samlet
Kontant	400.000	150.000	150.000	150.000	150.000	1 mio.
Aktier m.v.	400.000	150.000	150.000	150.000	150.000	1 mio.
Samlet	800.000	300.000	300.000	300.000	300.000	2 mio.

Ovenstående tabel 1. viser, at direktøren i beregningsåret altså i år 0, får udbetalt DKK 400.000 i kontant og overdraget aktier til en værdi af DKK 400.000, hvilket samlet svarer til en værdi af 40 % af den samlede variable lønandel på DKK 2 mio.

Med hensyn til antallet af aktier, der skal udskydes, skal der tages udgangspunkt i værdien af aktierne på beregningstidspunktet altså i år 0. Med andre ord, så skal der på beregningstidspunktet foretages en beregning af, hvor mange aktier i virksomheden som direktøren vil få overdraget for et beløb svarende til DKK 1 mio. Da 60 % af aktiernes

værdi skal udskydes over en periode på 4 år, overdrages der kun aktier til en værdi af DKK 400.000 i år 0. Hvad angår de resterende aktier til en værdi af DKK 600.000 udskydes ligeligt over de efterfølgende 4 år. Herved bærer direktøren risikoen for, at aktiernes værdi ændres i udskydelsesperioden, hvilket samtidig må anses for aldeles rimeligt.

Strukturen ved at udskyde dele af den variable løn over en længere periode skaber derved incitament for, at direktøren yder sit bedste over en længere periode frem for en kort periode, hvorfor de tilsigtede ændringer syntes proportionale med formålet.

5.2.6.2. Krav om tilbageholdelse af variabel løn – Kapitalkrav og solvenskrav

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 1, nr. 5 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 1, nr. 5

Virksomheden kan undlade at udbetale en variabel løndel helt eller delvis, såfremt virksomheden på tidspunktet for udbetaling af den variable løndel ikke overholder kapitalkravet i § 127 eller solvenskravet i § 170, eller hvis Finanstilsynet vurderer, at der er nærliggende risiko herfor.

Det er ved nærværende ændring blevet indført, at finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder kan undlade at udbetale en variabel løndel helt eller delvist, såfremt virksomheden på tidspunktet for udbetaling af den variable løndel ikke overholder kapital- og solvenskravet i lovens § 127³⁶, eller hvis Finanstilsynet vurderer, at der er nærliggende risiko herfor. Lovændringen gennemfører kapitalkravsdirektivets ændring af artikel 136³⁷ jf. ændringsdirektivets artikel 1, pkt. 10, litra a, hvoraf det fremgår, at Finanstilsynet skal have mulighed for at påbyde en virksomhed at reducere sin udbetaling af variabel løn til en nærmere angivet procentdel af virksomhedens indtjening, hvis det for virksomheden ikke er muligt at overholde de ovenfor nævnte påkrav.

³⁶ Jf. lov om finansiell virksomhed § 124, stk. 2 skal Basiskapitalen i pengeinstitutter og realkreditinstitutter skal mindst udgøre: 1) 8 pct. af de risikovægtede poster (solvenskravet, 2) 5 mio. euro (minimumskapitalkravet).

³⁷ Kapitalkravsdirektivets artikel 136, stk. 2: *Når de kompetente myndigheder på grundlag af det tilsyn og den evaluering, der gennemføres i henhold til artikel 124, skal fastslå, om egenkapitalen har et passende niveau, foretager de en vurdering af, om der skal indføres særlige egenkapitalkrav, der er større end minimumsniveauet, til dækning af risici, som et kreditinstitut er eller kan blive eksponeret for...*

Man kunne eventuelt forstille sig et scenarie, hvor en virksomhed med en lav solvensgrad står overfor at skulle udbetale større summer af variable lønandele. I sådanne tilfælde vil Finanstilsynet kunne påbyde virksomheden at reducere sin udbetaling af den variable løn. Det skal i forlængelse heraf formodes, at bestemmelsen ikke vil være til hinder for, at de aktuelle personer, der på baggrund af nærværende bestemmelse har fået reduceret deres respektive variable lønandele, enten helt eller delvist kan få udbetalt den resterende del af den variable løn på et senere tidspunkt dog med det forbehold, at der ikke længere er en nærtliggende risiko for, at virksomheden ikke overholder solvens- eller kapitalkravet. Det modsatte gør sig imidlertid gældende for så vidt angår anvendelsen af bestemmelsen i stk. 1, nr. 6, hvorved den reducerede del af den variable løn bortfalder i sin helhed. Sidstnævnte bestemmelse vil blive behandlet straks nedenfor.

5.2.6.3. Krav om tilbageholdelse af variabel løn – Finanstilsynet

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 1, nr. 6 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 1, nr. 6

Virksomheden udbetaler ikke variabel løn til bestyrelsen og direktionen, såfremt virksomheden i den periode, som aftalen om den variable løn vedrører, og indtil tidspunktet for beregningen heraf får en frist fra Finanstilsynet efter § 225, stk. 1 eller 3, om opfyldelse af solvenskravet eller Finanstilsynet i medfør af § 248, stk. 1, kræver, at virksomheden udarbejder en plan for genoprettelse af virksomhedens økonomiske stilling.

Som det fremgår af bestemmelsen i stk. 1, nr. 6 skal virksomheden sikre sig, at virksomheden ikke udbetaler variabel løn til medlemmer af bestyrelsen eller direktionen, såfremt virksomheden i perioden for aftalen om variabel løn, får en frist fra Finanstilsynet om at overholde solvenskravet efter lovens § 225, stk. 1, eller 3. Det fremgår af stk. 1, at: "Opfylder et pengeinstitut, realkreditinstitut, fondsmæglersekskab eller investeringsforvaltnings-selskab ikke kapitalkravene i..., og har det ikke tilvejebragt den foreskrevne kapital inden for en af Finanstilsynet fastsat frist, skal Finanstilsynet inddrage tilladelsen".

Desuden fremgår det af stk. 3, at: *"Opfylder en koncern omfattet af §§ 171-174³⁸ ikke solvenskravet i de pågældende bestemmelser, og har den ikke tilvejebragt den foreskrevne kapital inden for en af Finanstilsynet fastsat frist, kan Finanstilsynet inddrage pengeinstituttets, realkreditinstituttets, fondsmæglerselskabets eller investeringsforvaltningsselskabets tilladelse"*.

Virksomheden skal derved sikre, at denne ikke udbetaler variabel løn til medlemmer af bestyrelsen eller direktionen, dersom finanstilsynet stiller krav om, at selskabet skal udarbejde en plan for genoprettelse af virksomhedens økonomiske stilling jf. lovens § 248, stk. 1, hvoraf fremgår, at: *"Hvis et forsikringsselskabs basiskapital er mindre end kapitalkravet, jf. § 127, skal Finanstilsynet kræve, at selskabet udarbejder en plan for genoprettelse af dets økonomiske stilling og forelægger planen for Finanstilsynet til bedømmelse af, om planen indeholder de foranstaltninger, der er nødvendige"*.

Det betyder derfor, at såfremt Finanstilsynet stiller krav efter henholdsvis § 225, stk. 1 og 3, eller § 248, stk. 1, skal virksomheden aftale med bestyrelsen og direktionen, at disses ret til variabel løn inden for den pågældende periode bortfalder. Retten til den variable løn bortfalder således i sin helhed og vil ikke genopstå, såfremt virksomheden genopretter solvensbehovet indenfor den af finanstilsynet fastsatte frist.

Det fremgår imidlertid ikke af bestemmelsen eller i bemærkningerne hertil, hvorvidt bestemmelsen også vedrører andre ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil. Dog kunne det formodes, at anvendelsesområdet herunder modtagerne af variable lønandele i medfør af stk. 1, nr. 5, kan anvendes analogt på bestemmelsen i stk. 1, nr. 6, idet førstnævnte bestemmelse ikke sonder mellem modtagerne af den variable løn.

5.2.6.4. Anvendelsen af aktieoptioner og lign. instrumenter

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

³⁸ I lov om finansiel virksomhed vedrører dette pengeinstitutter, pengeinstituttholdingvirksomheder, realkreditinstitutter, realkreditholdingvirksomheder, fondsmæglerselskaber, fondsmæglerholdingvirksomheder, investeringsforvaltningsholdingvirksomheder eller investeringsforvaltningsselskaber.

§ 77 a, stk. 2

For bestyrelsen og direktionen i finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder må aktieoptioner eller lignende instrumenter højst udgøre 12,5 pct. af henholdsvis honoraret og den faste grundløn inklusive pension på tidspunktet for beregningen heraf. Stk. 3.

Nærværende indskrænkning i lovens stk. 2 beror på bestemmelsen fremført i Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra o, hvilken given de enkelte lande herunder Danmark mulighed for at forbyde eller begrænse visse typer af instrumenter til brug for variabel aflønning.

Som det fremgår af bestemmelsen, må den variable lønandel repræsenteret af aktieoptioner og lignende instrumenter højst udgøre 12,5 % af henholdsvis honoraret og den faste grundløn inklusiv pension. Som det vil blive nævnt nedenfor i eksemplet med direktøren, skal grænsen på de 12,5 % ses i forhold til aktieoptionernes værdi på selve beregningstidspunktet af den variable løn. Med respekt for de øvrige bestemmelser behandlet ovenfor, betyder det, at virksomheden alene kan udlodde aktieoptioner og lignende instrumenter til en værdi af op til 12,5 % af den faste grundløn i variabel løn til bestyrelsen og direktionen.

Der opstår som følge af bestemmelsens formulering et spørgsmål om, hvad der forstås ved lignende instrumenter. Det fremgår imidlertid af bemærkningerne til nærværende bestemmelse, at lignende instrumenter skal forstås som instrumenter, der i lighed med aktieoptioner kan have en struktur, som kan medføre en overdreven risikobetonet adfærd. Den definition virker meget vag, og kan reelt skabe problemer i forbindelse med afgrænsningen i praksis.

5.2.6.5. Afhændelse af aktier og lignende instrumenter

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 3 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 3

Den finansielle virksomhed eller finansielle holdingvirksomhed skal sikre sig, at aktier og instrumenter m.v., der overdrages til bestyrelsen, direktionen eller andre ansatte, hvis

aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, som en del af den variable løn, som er nævnt i stk. 1, nr. 3, ikke må afhændes af disse personer i en passende periode, samt at disse personer ikke må foretage en afdækning af den risiko, der knytter sig til disse aktier og instrumenter m.v.

Indholdet i bestemmelsens stk. 3 gennemfører kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra o³⁹ og fastslår, at virksomheden skal sikre, at aktier og instrumenter mv., der overdrages til bestyrelsen, direktionen eller andre ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, som en del af den variable løn, ikke må handles af disse personer i en passende periode efter overdragelsen. Som det blev nævnt ovenfor, fremgår det ikke eksplicit af bestemmelsen eller i bemærkningerne hertil, hvad der præcist forstås ved en passende periode. Det fremgår blot, at hensynet til en passende tilbageholdelsesperiode skal varetages på en sådan måde, at virksomhedens mere langsigtede interesser tilgodeses. Man kunne derfor formode, at det Europæiske Bank Tilsyn (CEBS) i deres retningslinjer var fremkommet med en fortolkning heraf eventuelt i form af en øvre og nedre grænse. Dog er dette imidlertid ikke tilfældet. Forpligtelsen til ikke at handle aktier i en af virksomheden nærmere fastsat periode må formodes at fremgå i aftalen mellem modtageren og virksomheden.

Derudover må nærværende personer ikke foretage afdækning af den risiko, hvilken knytter sig til de overdragede aktier eller instrumenter m.v. Med dette krav menes der, at modtageren fx ikke må indgå en aftale med en tredjemand om, at såfremt modtagerens variable lønandel, som følge af instrumenternes fald i værdi bliver mindre end på beregningstidspunktet, vil tredjemand skulle godtgøre den mistede del af den variable lønandel.

5.2.6.6. Illustration af samspillet mellem § 77 a, stk. 2 og stk. 3

I forlængelse af illustrationen med direktøren ovenfor skal forholdet til lovens § 77 a stk. 3 nævnes, idet det heraf fremgår, at både den andel af aktierne, som overdrages til direktøren i forlængelse af beregningen i år 0 og den andel af aktierne, der først

³⁹ Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra o: *De i dette litra anførte instrumenter underlægges en passende tilbageholdelsespolitik, der er udformet således, at den tilgodeser kreditinstituttets mere langsigtede interesser. Medlemsstaterne eller deres kompetente myndigheder kan pålægge begrænsninger med hensyn til arten og udformningen af disse instrumenter eller om nødvendigt helt forbyde visse instrumenter.*

overdrages til direktøren i år 1 - 4 også skal underlægges en passende periode, hvorved disse ikke kan handles af direktøren. Med andre ord betyder det, at både den andel af aktier, som overdrages efter beregningen i år 0 samt den udskudte andel af aktier, der først overdrages til direktøren i det efterfølgende år altså i år 1, herefter skal underlægges en af virksomheden fastsat passende periode. Det samme gør sig gældende for den udskudte andel af aktier, som først overdrages til direktøren i tilknytning til år 2, 3 og 4. Dog opstår der i denne sammenhæng et afgørende spørgsmål, herunder hvad der menes med en for virksomheden passende periode. Det fremgår ikke af bestemmelsen eller i bemærkningerne hertil, hvorfor det må formodes, at Det Europæiske Banktilsyn (CEBS) i deres retningslinjer vil fremkomme med en fortolkning heraf.

I forlængelse af ovenfor opstillede eksempel er det endvidere væsentligt at nævne forholdet til lovens § 77 a, stk. 2, idet denne bestemmelse afgrænser anvendelsen af aktieoptioner og lignende instrumenter. Det følger af nærværende bestemmelse, at aktieoptioner og lignende instrumenter højst må udgøre 12,5 % af den faste grundløn inklusiv pension. I vores opstillede eksempel svarer dette til 25 % af den variable lønandel. Det betyder imidlertid, at aktieoptioner alene udgør, hvad der svarer til halvdelen af værdien af det i tabellen ovenfor beregnede aktier herunder DKK 500.000. Anderledes havde det imidlertid været, hvis direktøren i eksemplet havde fået en mindre variabel lønandel på fx 1 mio., idet den respektive aktieandel på 50 % af den variable lønandel i så fald ville kunne udnyttes fuldt ud af grænsen for aktieoptioner. Årsagen til denne markante forskydning skyldes det forhold, at beregningen af aktier udelukkende afhænger af den variable lønandel, hvorimod beregningen af aktieoptioner afhænger af den faktiske grundløn. Bemærkelsesværdigt er det i denne sammenhæng at nævne den juridiske sondring mellem aktier og aktieoptioner, idet sidst nævnte stiller direktøren væsentligt bedre end ved overdragelse af "almindelige" aktier. En aktieoption betragtes nemlig som en ret og ikke pligt til at købe eller tegne et givent antal aktier indenfor en i fremtiden fastsat tid og til en på forhånd fastsat kurs. Fremtidsperspektivet i ikke at kunne erhverve aktierne straks, er derfor et væsentligt element i muligheden for at anvende aktieoptioner. Der vil i kapitlet nedenfor i detaljerede grad blive redegjort for de økonomiske forhold ved aktieoptionsaftaler og lignende instrumenter.

Desuagtet fordelingen af aktier og aktieoptioner skal der ved udskydelse af aktieoptioner tages udgangspunkt i værdien på beregningstidspunktet altså i år 0. På dette tidspunkt skal der foretages en beregning af, hvor mange aktieoptioner i virksomheden som direktøren skal have overdraget for et beløb svarende til DKK 500.000. Dog vil der i forbindelse med beregningstidspunktet altså i år 0, kun kunne overdrages aktieoptioner til en værdi på DKK 200.000. De resterende aktieoptioner til en værdi på DKK 300.000 overdrages ligeligt over de 4 efterfølgende år, således at der overdrages aktieoptioner til en værdi på DKK 75.000 i henholdsvis år 1, 2, 3 og 4. Som det var gældende for udskydelsen af aktierne, er effekten ligeledes for udskydelsen af aktieoptionerne, at direktøren bærer risikoen for at nærværende aktieoptioner ændres over udskydelsesperioden.

Eksisterende eksempel for så vidt angår differentieringen mellem aktier og aktieoptioner er illustreret i nedenstående tabel 2.

Tabel 2. Differentiering af den variabel lønandel f.s.v.a. forholdet mellem aktier og aktieoptioner

Variabel løn til udbetaling (DKK)	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	Samlet
Kontant	400.000	150.000	150.000	150.000	150.000	1 mio.
Aktier m.v.	200.000	75.000	75.000	75.000	75.000	500.000
Aktieoptioner	200.000	75.000	75.000	75.000	75.000	500.000
Samlet	800.000	300.000	300.000	300.000	300.000	2 mio.

Kravet i stk. 1, nr. 4 om udskydelse af en del af den variable lønandel betyder, at den faktiske variable lønandel, som direktøren får rådighed over i et givent indkomstår, både består af den i året udbetalte andel af den beregnede variable løn samt den andel af den udskudte variable løn fra tidligere indkomst år, som udbetales i det pågældende år. Det vil med andre ord sige, at den samlede udbetalte variable lønandel, der relaterer sig til et given indkomstår, kan overstige 50 % af den faste løn inklusive pension, som beskrevet i § 77 a, stk.1, nr. 1. Nedenstående tabel 3. illustrerer, hvorledes direktørens samlede variable lønandele vil forholde sig i en periode på flere sammenhængende indkomstår.

Tabel 3. Udbetaling af variable lønandele i forlængelse af flere sammenhængende indkomstår

Variabel løn til udbetaling (DKK)	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
Løn for år 5						800.000
Løn for år 4					800.000	300.000
Løn for år 3				800.000	300.000	300.000
Løn for år 2			800.000	300.000	300.000	300.000
Løn for år 1		800.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Løn for år 0	800.000	300.000	300.000	300.000	300.000	
Samlet	800.000	1.100.000	1.400.000	1.700.000	2.000.000	2.000.000

Som det fremgår af ovenstående tabel 3., vil direktøren opnå en større og større variabel lønandel, idet den faktiske variable lønandel, som direktøren opnår i et af de ovenstående indkomstår, både består af den i året udbetalt variable lønandel samt den andel af den udskudte variable løn fra tidligere indkomstår. Som det fremgår af tabellen, vil direktøren i indkomstår 4 opnå en variabel lønandel på 2 mio. hvilket netop svarer til det beløb direktøren ville få i år 0, hvis bestemmelsen om udskydelse ikke var gældende. Desuagtet det forhold, at direktørens variable lønandel som udgangspunkt ikke må kunne overstige den variable lønandel på DKK 2 mio., hvilket netop svarer til 50 % grænsen jf. § 77 a, stk. 1, nr. 1, vil der alligevel være en mulighed for, at direktøren vil kunne opnå en indkomst, som vil overstige de ovenfor nævnte 50 %. Dette ville fx ske, hvis direktøren i år 5 fik en lavere variabel løn, end hvad han havde fået i årene før. Den højere variable løn i de foregående år ville derved have en effekt på direktørens udbetaling i år 5, hvorved grænsen på de 50 % ville overstiges. Ifølge bemærkningerne til ovenfor nævnte bestemmelse, vil et sådan scenarie ikke være i strid med 50 % grænsen.

5.2.7. Beregningsgrundlaget for den variable aflønning

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 4 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 4

Den finansielle virksomhed eller finansielle holdingvirksomhed skal sikre sig, at udbetaling af den efter stk. 1, nr. 4, udskudte variable lønandel til bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, er

betinget af, at de kriterier, der har dannet grundlag for beregningen af den variable løndel, fortsat er opfyldt på udbetalingstidspunktet, samt betinget af, at virksomhedens økonomiske situation ikke er væsentligt forringet i forhold til tidspunktet for beregningen af den variable løndel.

Bestemmelsen gennemfører betingelserne i kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra q⁴⁰ samt henstillingens pkt. 4.4. Af direktivet fremgår det, at den udskudte del af den variable løn alene skal overdrages eller udbetales, såfremt dette er holdbart set i forhold til virksomhedens økonomiske situation, samt hvis det kan begrundes i de resultater, som virksomheden og modtageren har leveret. Endvidere fremgår det af direktivet, at den variable løn under hensyn til aftale- og ansættelsesretlige forhold, skal kunne reduceres væsentligt, såfremt virksomheden leverer et væsentligt underskud.

På baggrund heraf er det i stk. 4 anført, at virksomheden skal sikre, at udbetaling eller overdragelsen af den udskudte variable lønandel er betinget af, at de kriterier, som har dannet grundlag for beregningen af den variable løn, fortsat er opfyldt. Endvidere fremgår det af bestemmelsen, at udbetalingen skal være betinget af, at virksomhedens økonomiske situation ikke har været væsentligt forringet i forhold til tidspunktet for beregningen. Med andre ord, vil det eksempelvis ikke være muligt for en modtager at få udbetalt den udskudte del af den kontante variable løn eller få overdraget den udskudte del af aktier eller instrumenter m.v., såfremt virksomheden har opnået et væsentligt underskud på samme tidspunktet, hvor den udskudte variable lønandel skulle være kommet til udbetaling.

5.2.8. Krav om tilbagebetaling af variable lønandele (Clawback)

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 5 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 5

Den finansielle virksomhed eller finansielle holdingvirksomhed skal sikre sig, at

⁴⁰ Kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra q: *Den variable løn, inklusive den udskudte del, udbetales eller godtgøres kun, hvis det er forsvarligt set i forhold til kreditinstituttets samlede finansielle situation og berettiget i betragtning af afdelingens og den pågældende medarbejders resultater. Uden at det berører de generelle principper i den nationale aftaleret og arbejdsmarkedsret, reduceres den samlede variable aflønning i almindelighed betydeligt, når kreditinstituttets finansielle resultater har været beskedne eller negative under hensyntagen til både den nuværende aflønning og reduktioner i udbetalinger af tidligere optjente beløb, herunder gennem ordninger vedrørende fradrags- eller tilbagebetalingsprocedurer.*

bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, og som modtager variabel løn, skal tilbagebetale den variable løn helt eller delvis, hvis den variable løn er udbetalt på grundlag af oplysninger om resultater, som kan dokumenteres at være fejlagtige, og hvis modtageren er i ond tro.

Ifølge nærværende bestemmelse hvilken gennemfører henstillingens pkt. 4.6⁴¹ samt dele af kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23. litra p, skal virksomheden sikre, at udbetalingen af den variable løn til henholdsvis bestyrelsen, direktionen eller andre ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, skal tilbagebetale helt eller delvist, såfremt den variable lønandel er udbetalt på grundlag af oplysninger om resultater, som kan dokumenteres at være fejlagtige, og at modtageren er i ond tro. Som det fremgår af forarbejderne til bestemmelsen, skal krav om tilbagebetaling stilles under hensyn til almindelige aftale- og ansættelsesretlige principper herunder retsgrundsætningen om *condictio indebiti*. Nærværende retsgrundsætning er særlig anvendt inden for arbejdsretten, idet denne hidrører det latinske udtryk for "udbetaling af for meget løn". En afgørende forudsætning for at virksomheden kan kræve en tilbagebetaling af allerede udbetalt variabel løn, er, at modtageren har været i ond tro. Populært betegnes dette som "clawback", hvilken skal iagttage almindelige aftale- og ansættelsesretlige principper herunder ovenfor nævnte retsgrundsætning om *condictio indebiti*.

Som eksempel på reglens anvendelse nævner forarbejderne den situation, hvor modtageren af den variable løn bevidst har været med til at afgive fejlagtige oplysninger om resultater, der ligger til grund for beregningen af hans egen variable løn. Man må i den forbindelse lægge til grund, at almindelige aftale- og ansættelsesretlige principper herunder retsgrundsætningen om *condictio indebiti*, vil føre til tilbagebetalingskrav i samme tilfælde, som clawback reglen tilsigter. Samtidig må det formodes, at disse principper inter partes gælder fuldt ud desuagtet det forhold, at der ikke er indgået nogen egentlig aftale herom.

⁴¹ Medlemsstaterne bør sikre, at bestyrelsen/ledelsesorganet i en finansiell virksomhed kan kræve, at medarbejdere tilbagebetaler hele eller dele af en bonus, der er udbetalt på grundlag af præstationsdata, som senere dokumenteres at være fejlagtige.

5.2.9. Pension

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 6 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 6

Den finansielle virksomhed eller finansielle holdingvirksomhed skal sikre sig, at såfremt bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, tildeles en pensionsydelse, som helt eller delvis kan sidestilles med variable løndelev, jf. stk. 7, skal virksomheden, hvis modtageren forlader virksomheden inden pensionstidspunktet, beholde denne del af pensionsydelsen i 5 år i form af instrumenter som nævnt i stk. 1, nr. 3. Stk. 4 og 5 finder tilsvarende anvendelse på de i 1. pkt. nævnte tilfælde. Hvis modtageren er medlem af bestyrelsen eller ansat i virksomheden ved pensionsalderen, skal virksomheden udbetale den variable del af pensionsydelsen til modtageren i form af de i stk. 1, nr. 3, nævnte instrumenter uden mulighed for afhændelse eller udnyttelse i en periode på 5 år. Stk. 5 finder tilsvarende anvendelse på de i 3. pkt. nævnte tilfælde.

Som det fremgår af bestemmelsen, skal virksomheden sikre, at såfremt de i stk. 1, nævnte personer tildeles en pensionsydelse, som helt eller delvist kan sidestilles med variabel løn, skal virksomheden, hvis modtageren forlader virksomheden inden pensionstidspunktet, beholde denne del af pensionsydelsen i 5 år, i form af aktier eller aktiebaserede instrumenter i virksomheden eller i dennes modervirksomhed⁴². Bestemmelsen gennemfører kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra r⁴³, hvilken omhandler de situationer, hvor en af de i stk. 1 nævnte personer modtager pension efter en ydelsesbaseret ordning, og hvor denne pension helt eller delvist kan sidestilles med variabel løn jf. stk. 7.

Derudover fremgår det af stk. 6, 2 pkt., at hvis modtageren er medlem af bestyrelsen eller ansat i virksomheden ved pensionsalderen, skal virksomheden ligeledes udbetale den variable del af pensionsydelsen til modtageren i form af aktier eller aktiebaserede instrumenter i virksomheden eller i dennes modervirksomhed dog uden mulighed for

⁴² Jf. de i § 77 a, stk. 1, nr. 3, nævnte instrumenter.

⁴³ Kapitalkravsdirektivets bilag v, pkt. 23, litra r: *Hvis medarbejderen forlader kreditinstituttet før pensionsalderen, skal kreditinstituttet tilbageholde de skønsmæssigt fastsatte pensionsbidrag i en periode på fem år i form af instrumenter som omhandlet i litra o). Hvis en medarbejder når pensionsalderen, skal de skønsmæssigt fastsatte pensionsbidrag udbetales til vedkommende i form af instrumenter som omhandlet i litra o), efter en femårig fastholdelsesperiode.*

afhændelse eller udnyttelse i en periode på 5 år. Det må i denne forbindelse betyde, at idet der er tale om en ydelse, som kan sidestilles med variabel løn jf. § 77 a, stk. 7, må det formodes, at bl.a. § 77 a, stk. 5 tilsvarende finder anvendelse på denne udbetalte del af pensionsydelsen. Med andre ord vil dette betyde, at såfremt en virksomhed på tidspunktet for udbetaling af den variable del af pensionsydelsen ikke overholder kapitalkravet, solvenskravet, eller hvis Finanstilsynet vurderer, at der er en nærliggende risiko herfor, kan virksomheden undlade at udbetale ydelsen helt eller delvist.

5.2.10. Finanstilsynet bemyndigelse

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 8 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 8

Finanstilsynet kan fastsætte nærmere regler om de i stk. 1-7 nævnte forhold.

Bestemmelsen i stk. 8 gør det nu muligt for Finanstilsynet at fastsætte nærmere regler om de i stk. 1-7 ovenfor omtalte forhold. Denne bestemmelse er blevet videreført fra den gamle bestemmelse i § 77 a, stk. 3, dog med den ændring til forskel at det nu er Finanstilsynet som er bemyndiget frem for økonomi – og erhvervsministeren.

Som subsidiære bemærkninger hertil fremgår det endvidere af forarbejderne til ændring af lov om finansiel virksomhed, at Finanstilsynet i forbindelse med fastsættelse af nærmere regler samt i forbindelse med dets tilsyn bl.a. vil anvende de i Banktilsynsudvalgets (CEBS) udarbejdede retningslinjer for, hvorledes virksomhederne skal føre en forsvarlig lønpolitik. Meget er derfor lagt i hænderne på Finanstilsynet, som således skal føre tilsyn med virksomhedens efterlevelse af reglerne.

5.2.11. Anvendelsesområdet for § 77 a, stk. 1-7 – kollektiv overenskomst

Ved nærværende lovændring vil § 77 a, stk. 9 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 a, stk. 9

Stk. 1-7 finder alene anvendelse på ansættelsesforhold, der ikke er omfattet af kollektive overenskomster. Stk. 1-7 finder kun anvendelse på aftaler om variabel lønde for personer i ansættelsesforhold, der er omfattet af en kollektiv overenskomst, hvis aftalen om variabel løn ikke er fastsat i overenskomsten.

Nærværende bestemmelse hidrører ikke fra hverken Kommissionens henstilling eller kapitalkravsdirektivet eller lignende EU-retlige tiltag. Det fremgår blandt andet af Kommissionens henstilling, at denne ikke har til hensigt at berøre de rettigheder, som arbejdsmarkedets parter har i forbindelse med overenskomstforhandlinger. Tilsvarende fremgår det af kapitalkravsdirektivets betragtning 14, at denne ikke berører de rettigheder, der følger af national aftale- og ansættelsesret, ligesom det ikke berører arbejdsmarkedets ret til at indgå og håndhæve kollektive overenskomster i overensstemmelse med nationale love og sædvaner. Derimod er bestemmelsen afstedkommet af anbefalingerne fra den danske arbejdsgruppe, hvorved det er indført, at lovens § 77 a, stk. 1-7 kun finder anvendelse på ansættelsesforhold, som ikke er omfattet af kollektive overenskomster, dog således at stk. 1-7 finder anvendelse på bonusordninger og andre aftaler om variabel løn for overenskomstansatte i det omfang, at sådanne ordninger ikke er fastsat i overenskomsten. Denne bestemmelse skal samtidig ses i lyset af, at kollektive overenskomster i Danmark i stor grad har en afgørende betydning for retsdannelsen, hvilket ikke er tilfælde i mange andre EU medlemslande.

5.3. LOFV § 77 b - Regler vedrørende virksomheder med offentlig støtte

§ 77 b i lov om finansiel virksomhed er et af de punkter, som vil have en overvejende mindre effekt. Udover at udgøre den danske implementering af kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 23, litra K, så er det samtidig en videreudvikling af de regler som blev fastsat ved bankpakke 2⁴⁴.

5.3.1. 20 % - reglen

Ved nærværende lovændring vil § 77 b, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 b, stk. 1.

For finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder, der modtager statsstøtte eller har fået tilsagn om statsstøtte, herunder statsligt kapitalindskud, jf. lov om statsligt kapitalindskud, eller individuel statsgaranti, jf. kapitel 4 a i lov om finansiel stabilitet, eller datterselskaber af Finansiel Stabilitet A/S udgør den procentsats, der er nævnt i § 77 a, stk. 1, nr. 1, 20 pct.

⁴⁴ Se afsnit 3.2 om bankpakke 2

Lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter (bankpakke 2) fastslog allerede ved vedtagelsen, at den variable løn del til medlemmer af direktionen højst måtte udgøre 20 procent af den samlede grundløn inklusive pension. Det nye aspekt, som implementeringen medfører, er at reglen nu, som nævnt ovenfor, gælder for bestyrelsen i de finansielle virksomheder såvel som direktionen. Ændringen synes logisk, da det ikke blot er direktionen, som skal være omfattet af denne regel men hele ledelsen af de finansielle virksomheder. En anden ændring i gældende ret i forhold til tidligere er, at det nævnes at reglerne gælder for "finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder, der modtager statsstøtte eller har fået tilsagn om statsstøtte". Dette afviger fra de tidligere regler, hvor det kun var gældende så længe virksomhederne aktivt modtog statsstøtte. Det nævnes i forarbejderne til loven, at indskærpelsen er indført for at undgå, at det kan give en konkurrencemæssig fordel ikke at modtage støtten til trods for at have fået tilsagn herom. Det kunne forestilles, at en finansiell virksomhed, som ikke udnyttede tilsagnet om støtte, ville have bedre mulighed for at aflønne og dermed tiltrække bedre arbejdskraft end de, som aktivt modtog støtte. For at undgå denne situation er det nu begge typer virksomhed, som falder ind under 20 procentsreglen.

Som sidste bemærkning til stk. 1 skal det noteres, at reglen udvides fra kun at gælde for tilskud jf. bankpakke 2, til også at gælde for andre former for statsstøtte herunder "individuel statsgaranti" og virksomheder ejet af FS⁴⁵. Denne ændring vil i realiteten sørge for, at nærmest alle finansielle virksomheder, som har modtaget hjælp fra staten i løbet af krisen, vil blive berørt. Det synes nærliggende at spørge, hvorvidt det var nødvendigt at indføre et punkt, der også berørte selskaber ejet af FS, da de gennem deres ejerskab af staten automatisk burde kontrollere dette. Det er dog med til at sende et godt signal om, at alle arbejder på lige vilkår under krisen, sådan at der heller ikke kan spekuleres i, hvorvidt et selskab under statslig kontrol har konkurrencemæssige fordele i forhold til finansielle virksomheder under privat ejerskab.

5.3.2. Forbud mod nye optionsprogrammer

Ved nærværende lovændring vil § 77 b, stk. 2 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

⁴⁵ LFV § 77 b, stk. 1,

§ 77 b, stk. 2.

Der må ikke igangsættes nye aktieoptionsprogrammer eller lignende ordninger for bestyrelsen og direktionen i de i stk. 1 nævnte virksomheder.

§ 77 b, stk. 2 er i hovedtræk allerede gældende grundet en lignende regel i bankpakke 2, men som tidligere nævnt udvider denne bestemmelse forbuddet mod igangsættelse af nye optionsprogrammer fra blot at være gældende for direktionen til også at gælde bestyrelsen.

Selvom der ikke direkte i denne bestemmelse står, at det ikke er tilladt at forlænge eksisterende optionsprogrammer, sådan som det er beskrevet i bankpakke 2, så er det blot en teknikalitet, da denne er indsat som overgangsbestemmelse i ændringslovens § 28, stk. 7.

§28, Stk. 7 går ligeledes videre, således at denne også gælder for både bestyrelse og direktionen, ligesom den omfatter "aftaler, der indgås, forlænges og fornyes efter lovens ikrafttræden"⁴⁶. Der vil derfor ikke være de store ændringer for finansielle virksomheder i forbindelse med netop denne ordlyd på nær de førnævnte ændringer med bestyrelsen.

5.3.3. Forholdet til indtjeningen

Ved nærværende lovændring vil § 77 b, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77b, stk. 3.

De i stk. 1 nævnte virksomheder skal i deres lønpolitik fastsætte en nærmere angivet grænse, set i forhold til virksomhedens indtjening, for den samlede tildeling af variabel løn til bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil.

Stk. 3 spænder bredere end de to forrige i denne paragraf, da de ikke blot gør sig gældende for bestyrelsen og direktionen men ligeledes for "andre ansatte som har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil". Nærværende formulering er også set i de foregående bestemmelser, hvorfor det kan undres, at de ansatte med væsentlig indflydelse først nævnes så sent. For det første er de 2 ovenstående krav meget mere håndfaste end det i stk. 3. Formuleringen i stk. 3 synes løs, og den "nærmere angivne

⁴⁶ L1556/2010, §28, stk. 7

grænse” kan for sig selv synes svær at forholde sig til. Der er hverken tale om krav til en maksimumsgrænse, procentdel eller et fast tal. Såfremt det bliver oplyst, at den samlede grænse for alle de ovennævnte interessenter udgør 0,3 % af fx Danske Banks indtjening vil det være meget svært at forholde sig til.

Der forskrives i andre dele af den nye lovgivning både krav til, hvad der maksimalt må udbetales af variabel aflønning for til de ovenstående medarbejdere, og der findes også regler, som kræver, at det oplyses mere indgående ved bestyrelses- og direktionsmedlemmer.

Denne bestemmelse burde derfor fremstå som en yderligere skærpelse for virksomheder, der modtager hjælp fra staten, men den synes som udgangspunkt ikke at bidrage med væsentlige ændringer. Den rejser derimod spørgsmålet, hvorvidt de øvrige medarbejdere allerede burde have været nævnt i stk.1 og 2.

Hvis opfattelsen af medarbejdere med indflydelse på virksomhedens risikoprofil (herefter medarbejdere med indflydelse), er så vigtig for virksomhedens økonomi, at de både skal underlægges de normale begrænsninger for udbetaling af variabel løn samt inkluderes i skærpelsen vedrørende grænsen for løn i forhold til indtjening, hvorfor skal de så ikke også begrænses af 20 procentsreglen eller en tilsvarende regel. Der fremgår intet svar fra hverken forarbejder eller høringen. Hvis man indførte de samme restriktioner for medarbejdere med indflydelse, som ledelsen i stk. 1 og 2, ville man muligvis lægge en endnu større byrde på de finansielle virksomheder. Det ville ligge restriktionen på 20 % variabel aflønning på et stort antal medarbejdere i mange virksomheder, og derved ville virksomhederne bebyrdes mere end man hjalp dem. Det er svært at konkludere, hvorvidt det er væsentligt mere byrdefuldt for virksomheden at begrænse variabel løn til 20 % frem for 50 % af honoraret eller den faste grundløn, men det virker om ikke andet opsigtsvækkende, at kun den sidste del af bestemmelsen gør sig gældende for medarbejdere med indflydelse på virksomhedens risikoprofil.

5.4. LOFV § 77 c - Aflønningsudvalg

Som indledende bemærkninger til den nyindsatte regulering i § 77 c indsættes der nu et krav om, at visse virksomheder nu skal nedsætte et aflønningsudvalg, der skal forestå det forberedende arbejde i forhold til bestyrelsens beslutninger vedrørende aflønning herunder lønpolitik samt andre beslutninger herom, som kan have indflydelse på

virksomhedens risikostyring. Selvom idéen i sig selv ikke er ny, er det første gang, at så håndfaste regler er blevet vedtaget på området.

5.4.1. Minimumskrav

Ved nærværende lovændring vil § 77 c, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 c, stk.1.

Finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder, hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked, eller som i de 2 seneste regnskabsår på balancetidspunktet i gennemsnit har haft 1.000 eller flere fuldtidsansatte, skal nedsætte et aflønningsudvalg, jf. dog stk. 2.

§ 77 c baserer sig som udgangspunkt på kapitalkravsdirektivets bilag V, pkt. 24, hvori det fremgår, at "Kreditinstitutter, der er betydningsfulde i kraft af deres størrelse, interne organisation og deres aktiviteter art, omfang og kompleksitet, nedsætter et løn- og vederlagsudvalg".

Idéen bag aflønningsudvalget består i, at såfremt virksomheden når en vis størrelse, skal den have et kvalificeret og uafhængigt udvalg, som kan udføre det forberedende arbejde for bestyrelsen i relation til diverse former for aflønning herunder lønpolitik mm. Kravene til uafhængighed og ekspertise for medlemmerne af udvalgt, som nævnt i både direktivet og CEBS retningslinjer, vil ikke blive gennemgået nærmere.

Ifølge den danske implementering skal en af de to følgende forudsætninger være opfyldt, før virksomheden kan betragtes som værende omfattet af kravet:

- virksomheden skal have kapitalandele optaget til handel på et reguleret marked, eller
- virksomheden skal som minimum have 1.000 ansatte i gennemsnit.

Netop disse to krav er omdrejningspunktet for bestemmelsen.

Det fremgår af de seneste ændringer til Komitéen for god Selskabsledelses anbefalinger (April 2010), at kravet om et aflønningsudvalg allerede er implementeret i deres regelsæt. Det anbefales her, at det øverste ledelsesorgan nedsætter et vederlagsudvalg.

Regelsættet er som udgangspunkt rettet mod børsnoterede virksomheder, og anbefalinger har kun karakter af "soft law".

Idéen er derfor ikke ny men derimod mere håndfast for de finansielle virksomheder, da det ikke længere er valgfrit ej heller kun rettet mod de virksomheder, som er optaget til handel på et reguleret marked. Efter indførslen af obligatorisk aflønningsudvalg er det dog vigtigt at holde sig for øje, hvor grænsen for størrelsen på virksomheden bør være. Når en virksomhed er børsnoteret, har den oftest mange ansatte. En børsnoteret virksomhed har ligeledes en bred ejerskabskreds, og de burde derfor have ressourcerne og forpligtelsen til at nedsætte et udvalg, som kan afhjælpe bestyrelsen i sager vedrørende løn. Spørgsmålet er derfor, hvor stor en virksomhed skal være, førend den bebyrdes med dette krav.

I den nye lovregulering er grænsen sat til virksomheder, som har mere end 1.000 fuldtidsansatte i gennemsnit over de seneste 2 år. Forslaget havde i sin oprindelse før høringen en foreslået grænse på 125 ansatte. Det fremgår ikke umiddelbart, hvorfor grænsen er ændret fra de 125 ansatte. Det er en markant ændring, hvilket utænkeligt vil have indflydelse på antallet af virksomheder, som bliver berørt af den nye lovgivning.

Jf. information fra Danmark Statistik var der i 2008 211 banker, sparekasser og andelskasser i Danmark. Tallene fordeler sig således:

- 211 pengeinstitutter i alt
- 165 pengeinstitutter under 125 ansatte
- 46 pengeinstitutter over 125 ansatte
- 5 pengeinstitutter med over 1.000 ansatte

En hurtig gennemgang af de børsnoterede pengeinstitutter i Danmark viser, at 34 ud af 211 pengeinstitutter er børsnoterede i Danmark.⁴⁷ Alle 5 pengeinstitutter med mere end 1.000 medarbejdere er børsnoteret og skal derfor oprette et aflønningsudvalg uanset antal medarbejdere. Af de 46 pengeinstitutter, som har flere end 125 ansatte, er kun 15 børsnoteret⁴⁸.

⁴⁷ Eventuelle ændringer som følge af konkurser, opkøb mv. er ikke medregnet. Færøske banker er heller ikke medregnet

⁴⁸ Der fandtes ligeledes tal for realkreditinstitutter, men de synes ikke at have været berørt af ændringen fra 125 til 1000 medarbejdere.

Ved at ændre lovgivningen sådan, at den finder anvendelse på virksomheder med mere end 1.000 ansatte i stedet for 125, ændrer man i realiteten omfanget af brugen af medarbejderkravet fra 31 udvalg til 0⁴⁹.

I forarbejderne til udkastet til lovforslaget inden høringen, fremgik det, at grunden til at man havde valgt 125 var, at det også var grænsen for den interne revision af finansielle virksomheder. Der er imidlertid ikke tilføjet nogle yderligere kommentarer til, hvorfor man har valgt netop tallet 1.000 i det lovforslag, som senere er blevet vedtaget. Argumentationen bliver dog den samme som tidligere anført nemlig, at man ikke vil bebyrde for mange virksomheder med forøgede administrationsomkostninger uden mulighed for et reelt trade off.

Administrativt er det en byrde at oprette sådan et udvalg. Medlemmerne af bestyrelsen, som deltager i det, skal bruge mere tid, og bureaukratisk er processen omkring løn forværret. Det nye forslag ligger sig også bedre i tråd med CEBS retningslinjer, da de netop bruger betegnelsen "signifikant in terms of size", hvilket virksomheder med 125 medarbejdere ikke nødvendigvis er. Det virker dog ikke uoverskueligt for en virksomhed med 500-600 medarbejdere at oprette sådan et udvalg. Konsekvensen bliver, at ændringen sørger for de finansielle virksomheder reelt undgår at bliver ramt af bestemmelsen, og i stedet sørger for at den kun omfatter børsnoterede finansielle virksomheder.

5.4.2. Fælles aflønningsudvalg

Ved nærværende lovændring vil § 77 c, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77c, stk. 2.

I koncerner med flere virksomheder, som i medfør af stk. 1 har pligt til at nedsætte et aflønningsudvalg, kan der dog nedsættes et fælles aflønningsudvalg for disse virksomheder i koncernen eller en del heraf. Aflønningsudvalget skal organisatorisk placeres i en virksomhed under tilsyn af Finanstilsynet, bortset fra i en finansiel holdingvirksomhed, og skal nedsættes i en virksomhed, der er modervirksomhed for de øvrige virksomheder, som udvalget er nedsat for.

⁴⁹ Der tages forbehold for at det kun er pengeinstitutter der er medregnet i denne analyse, og det reelle tal derfor vil være højere såfremt alle finansielle selskaber var inkluderet.

Der findes i denne bestemmelse en undtagelse for hvilke virksomheder, som skal nedsætte et aflønningsudvalg. Det følger af bestemmelsen, at såfremt flere virksomheder inden for samme koncern, opfylder betingelserne for et aflønningsudvalg, så kan de nøjes med et enkelt fælles aflønningsudvalg. Det fremgår i øvrigt af forarbejderne, at placeringen af aflønningsudvalget skal være i modervirksomheden.

Det virker som den mest optimale og ressourcebesparende måde at implementere løsningen på. For det første ville aflønningsudvalg i alle virksomheder i en koncern skabe en masse dobbeltarbejde. Der vil utvivlsomt være dele af lønpolitikken, som går igen i en stor selskabsstruktur. Derudover vil placeringen i toppen af hierarkiet ikke kun være effektivt, fordi de har bedre adgang til information, som bidrager til det overordnede overblik, det vil også give bedre overblik over lønpolitikken på tværs af hele koncernen.

5.4.3. Sammensætning af udvalget

Ved nærværende lovændring vil § 77 c, stk. 3 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 c, stk. 3.

Formanden samt medlemmerne af aflønningsudvalget skal være medlem af bestyrelsen i den virksomhed, som nedsætter aflønningsudvalget, eller af bestyrelser i virksomheder, der i medfør af stk. 2 har et fælles aflønningsudvalg. Aflønningsudvalget skal sammensættes således, at medlemmerne er i stand til at foretage en kvalificeret og uafhængig vurdering af, om virksomhedens aflønning, herunder lønpolitik og tilhørende forretningsgange, er i overensstemmelse med § 71, stk. 1, nr. 9, og §§ 77 a og 77 b.

Kravene til medlemmer af aflønningsudvalget synes ved første øjekast ikke at række meget videre end de, som man i øvrigt forventer at bestyrelsesmedlemmer besidder. Der eksisterer for det første et krav om, at medlemmerne af udvalget skal være medlemmer af bestyrelsen i virksomheden/virksomhederne. For det andet beskrives det som et krav, at medlemmerne skal kunne foretage en kvalificeret og uafhængig vurdering af virksomhedens aflønning.

De to krav harmonerer som udgangspunkt godt. Det suppleres i øvrigt med et krav om erfaring med risikostyring og kontrol i forarbejderne til loven. Man må formode, at langt størstedelen af bestyrelser i Danmark kan finde kompetence til at nedsætte et udvalg med medlemmer, der har erfaring med risikostyring mv. At man vælger at gøre det til et krav, at

det skal være medlemmer af bestyrelsen, som sidder i udvalget, må bunde i, at de har et vist kendskab til virksomheden, så de er bedre kvalificeret til at udarbejde overordnede lønpolitikker. Det er på den ene side en af de største styrker ved bestemmelsen men samtidig også en svaghed. Såfremt man alligevel anvender bestyrelsens medlemmer, fjerner man arbejdskraft fra bestyrelsen og beder dem fordybe sig mere i løn problematikken i stedet for at tilføre ny arbejdskraft. Derudover vil der også kunne stilles spørgsmålstejn ved bestyrelsesmedlemmernes uafhængighed, som gennemsyrrer bestemmelserne om udvalget.

Ved at begrænse ansættelse af lønudvalgets medlemmer til at være bestyrelsesmedlemmer, begrænser man samtidig også den uafhængighed, som man kan opnå som medlem. Vi vil se nærmere på den endelige afvejning nedenfor.

5.4.4. Udvalgets arbejde

Ved nærværende lovændring vil § 77 c, stk. 4 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 c, stk. 4.

Aflønningsudvalget skal forestå det forberedende arbejde for bestyrelsens beslutninger vedrørende aflønning, herunder lønpolitik og andre beslutninger herom, som kan have indflydelse på virksomhedens risikostyring. Udvalget kan varetage andre opgaver vedrørende aflønning. Udvalget skal i det forberedende arbejde varetage virksomhedens langsigtede interesser, herunder også i forhold til aktionærer og andre investorer.

Det har allerede ovenstående været gennemgået, hvilken rolle aflønningsudvalget vil spille i virksomhederne. Det sidste punkt i bestemmelsen, pointerer at udvalget skal have virksomhedens langsigtede interesser herunder aktionærer og andre interessenter for øje. Dette afspejler en logisk tilgang for udvalget og afspejler den loyalitetspligt, som normalt tilfalder bestyrelsen i virksomheder. Dette kan bl.a. ses i Komitéen for god Selskabsledelses anbefalinger, hvor det nævnes, at bestyrelsen skal varetage aktionærernes interesser med omhu under hensyntagen til øvrige interessenter.

Hele idéen med aflønningsudvalget kan på baggrund af ovenstående analyse synes udvandet. Både i CEBS anbefalinger og i forarbejderne til den danske implementering

nævnes deres arbejdsområde som værende "forberedende arbejde i forhold til bestyrelsens beslutninger vedrørende aflønninger", "overvåge effektiviteten af virksomhedens tiltag på lønområdet", ligesom de kan få andre opgaver indenfor samme felt. Det nævnes i forarbejderne til bestemmelsen, at "etableringen... har til formål at styrke bestyrelsens uafhængighed af den daglige ledelse samt medvirker til en øget effektivitet og mere dybdegående behandling af aflønningsområdet". Da aflønningsudvalget skal bestå af medlemmer af bestyrelsen, som både har kompetence og uafhængighed nok til at foretage beslutninger, virker idéen bag bestemmelsen vag. Hvis aflønningsudvalget skal fjerne noget af byrden fra bestyrelsen og samtidig hjælpe med at skabe mere gennemsigtighed, så virker det selvmodsigende at tage arbejdskraft fra bestyrelsen og oprette flere skridt i beslutningsprocessen.

Kravet om erfaring med risikostyring og kontrol fra både CEBS og forarbejderne virker som et godt princip, men man kunne lige så godt have et krav om at mindst 1 medlem af bestyrelsen havde den fornødne erfaring på området frem for at oprette et helt udvalg.

5.5. LOFV § 77 d – udarbejdelse, godkendelse og offentliggørelse af vederlag for ledelsen

Den nyindsatte § 77 d omhandler krav til udarbejdelse, godkendelse og offentliggørelse af vederlaget for ledelsen i finansielle virksomheder. Dele af bestemmelsen har tidligere eksisteret ved lignende formuleringer men aldrig så specifikt, omfattende og håndfast som denne.

5.5.1. Krav om godkendelse

Ved nærværende lovændring vil § 77 d, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed have følgende formulering:

§ 77 d, stk. 1.

Inden en finansiell virksomhed eller finansiell holdingvirksomhed indgår en aftale om variabel løn eller fratrædelsesgodtgørelse med et medlem af virksomhedens bestyrelse eller direktion, skal virksomhedens øverste organ have godkendt virksomhedens lønpolitik, jf. § 71, stk. 1, nr. 9, herunder retningslinjer for tildeling af variabel løn samt retningslinjer for fratrædelsesgodtgørelser.

Bestemmelsen i § 77 d må forventes at være en af de nye bestemmelser med stor reel indflydelse for de finansielle virksomheder. Selvom ordlyden allerede forefindes i en lignende bestemmelse i selskabslovens § 139 for børsnoterede virksomheder, vil den nye bestemmelse for alle finansielle virksomheder og børsnoterede virksomheder sende et signal til både kapital ejere og den brede befolkning.

Overordnet indeholder bestemmelsen et krav om, at lønpolitikken, som enten er udarbejdet af bestyrelsen alene eller bestyrelsen i samråd med aflønningsudvalget, skal godkendes af virksomhedens øverste organ (typisk generalforsamlingen). Lønpolitikken skal overholde de regler, som er nævnt i afsnit 5.1.2. Reglen går i øvrigt ud over den lignende bestemmelse i selskabsloven, da den ikke kun indeholder krav ved incitamentsaflønning men ligeledes fratrædelsesgodtgørelse.

Det fremgår af forarbejderne til bestemmelsen, at såfremt det øverste organ ikke godkender lønpolitikken, så skal der udarbejdes en lønpolitik ny af bestyrelsen, som derefter skal vedtages af det øverste organ, førend der kan indgås aftaler på området med ledelsen. Det betyder, at kapitalejerne vil få mere indflydelse og opsyn med aflønningen af ledelsen i de finansielle virksomheder. Grundet de omfattende krav til lønpolitikken vil det nu være lettere for kapitalejere af finansielle virksomheder at holde aflønningerne på et ansvarligt og fornuftigt niveau.

Ligesom med § 77 c om aflønningsudvalg findes der som nævnt her en lignende bestemmelse i selskabsloven. Denne bestemmelse er dog ikke begrænset af antal medarbejdere ligesom § 77 c, og vil derfor i meget større omfang finde anvendelse i branchen. Det er ikke blot børsnoterede virksomheder eller virksomheder med mere end 1000 ansatte, der er omfattet. Derimod er samtlige finansielle virksomheder uanset selskabsform omfattet af denne bestemmelse, og det vil i højere grad være muligt at skabe stabilitet i lønpolitikken på det finansielle område.

Da der i bestemmelsen refereres til § 71, stk. 1, nr. 9, ligger det implicit i bestemmelsen, at det øverste organ ikke skal godkende lønpolitik, som i forvejen er fastsat af en kollektiv overenskomst. Dette følger bl.a. af § 71, stk. 9, som er beskrevet i det relevante afsnit ovenfor. Dette synes i det store hele ikke at have afgørende indflydelse på bestemmelsens udbredelse, da direktionen og bestyrelsen som udgangspunkt ikke er omfattet af overenskomster men i stedet forhandler løn individuelt.

5.5.2. Offentliggørelse af vederlag på individuelt niveau

Ved nærværende lovændring vil § 77 d, stk. 3 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 d, stk. 3.

Finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder skal i årsrapporten offentliggøre det samlede vederlag for hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen, som vedkommende som led i dette hverv har modtaget fra virksomheden i det pågældende regnskabsår, og som vedkommende i samme regnskabsår har modtaget som medlem af bestyrelsen eller direktionen i en virksomhed inden for samme koncern.

Denne bestemmelse skal både ses i samspil med den oven- og nedenstående bestemmelse. Det er en indgribende bestemmelse, som ikke blot berører virksomheden men også oplysninger om privatpersoners aflønning. Bestemmelsen kræver, at samtlige finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder skal offentliggøre det samlede vederlag for alle medlemmer af ledelsen i virksomheden.

Det er som udgangspunkt et punkt, som har skabt en del diskussion, da offentliggørelse af privatpersoners løn muligvis grænser til at overtræde visse bestemmelser i persondataloven herunder § 5⁵⁰.

Bestemmelsen betyder, at de finansielle virksomheder skal offentliggøre det samlede vederlag for hvert enkelt medlem af bestyrelsen og direktionen. Dette gælder både fast og variabel aflønning.

Bestemmelsen betyder dog, at det kun er vederlag, som det enkelte medlem modtager for arbejde udført i virksomheden og i medfør af sin stilling som medlem af ledelsen, som skal offentliggøres.

Det betyder, at denne bestemmelse ikke giver virksomheden ret til at offentliggøre eventuelle lønninger fra andre virksomheder til medarbejdere, ej heller giver det ret til at offentliggøre medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmers løn for deres almindelige ansættelse.

Når denne bestemmelse sammenholdes med de ovenstående bestemmelser i paragraffen, ses det tydeligt, at meget mere information bliver spredt ud til både share -og stakeholders i virksomheden.

⁵⁰ Grundet retningen og omfanget af denne afhandling, vil det ikke blive nærmere analyseret, hvorvidt det er en overtrædelse af denne bestemmelse. Det forudsættes i det følgende at den ikke er retsstridig.

Grundet kravene til udskydelse af variabel aflønning, som er gennemgået ovenfor, vil det oplyste honorar i de fleste tilfælde være tildelt i tidligere år men først udbetalt i det pågældende år. Tallene kan derfor som udgangspunkt synes misvisende, da de ikke vil vise den præcise variable aflønning, som er vedtaget i det pågældende år.

Et andet problem, som opstår ved denne bestemmelse, ligger i, at det ikke er tilstrækkeligt godtgjort i hverken bestemmelsen eller andre retskilder, hvorfor lønningerne skal oplyses på individuelt niveau. Det kan argumenteres, at de præcise aflønningstal, som er fordelt per person, ikke hjælper hverken share- eller stakeholders til at få et bedre indtryk af virksomheden, end hvis de var oplyst sammenlagt. Det følger i øvrigt af § 77 d, stk.4 og § 196 i LOFV, at der foreligger krav om, at aflønningen af bestyrelsen og direktion skal specificeres bl.a. på antallet af modtagere, variabel løn og sondres mellem bestyrelse og direktion. Med denne information vil det være muligt at se, hvor meget der skal udbetales i alt, og hvor de største poster ligger.

Den forøgede nytte, som burde opstå ved at yderligere udspecificere aflønningen, synes derfor meget lille. Det kunne tænkes, at bestemmelsen i højere grad var udfærdiget for at give den brede offentlighed større indblik i de individuelle lønninger.

Det kan derfor ikke virke tilstrækkeligt retfærdiggjort, hvorfor det kun er de finansielle virksomheders ledelse, som skal bebyrdes med en så indgribende foranstaltning, når en tilsvarende ikke kan findes for hverken normale kapitalselskaber eller børsnoterede selskaber.

5.5.3. Offentliggørelse af vederlag på overordnet niveau

Ved nærværende lovændring vil § 77 d, stk. 4 i lov om finansiel virksomhed have følgende formulering:

§ 77 d, stk. 4.

Finanstilsynet fastsætter regler for de finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheders pligt til at offentliggøre oplysninger om deres aflønning af bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil.

Finanstilsynets fastsættelse af regler for finansielle virksomheders pligt til at offentliggøre oplysninger om deres aflønning er fastsat i bkg 2010/1665. Denne skal sammenholdes med de lignende regler, som udspringer af LOFV § 196 og dertilhørende bkg. 2011/17.

Det fremgår bl.a. af bkg. 2010/1665, § 15, stk. 1, at virksomheden mindst en gang årligt skal offentliggøre følgende oplysninger for henholdsvis bestyrelsen, direktionen og andre ansatte med indflydelse:

- sammenhængen mellem løn og resultater,
- de væsentligste karakteristika ved virksomhedens aflønningsstruktur herunder oplysninger om, hvilke kriterier der lægges til grund for resultatmålinger og risikojusteringer og for udskydelse af variabel løn og dennes erhvervelse,
- hvilke resultatkriterier der lægges til grund for tildeling af aktier, optioner eller andre variable lønde,le,
- samlede beløb vedrørende aflønning fordelt på forretningsområder, samt
- samlede beløb vedrørende aflønning fordelt på henholdsvis bestyrelsen, direktionen og andre ansatte, hvis aktiviteter har en væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil med angivelse af følgende:
 - a) Den samlede udbetalte løn i regnskabsåret fordelt på fast og variabel løn samt antallet af modtagere.
 - b) Den samlede udbetalte variabel løn i regnskabsåret fordelt på kontant udbetaling, aktier, aktiebaserede instrumenter og andre instrumenter.
 - c) Den samlede opgjorte variabel løn i regnskabsåret fordelt på udbetalte og udskudte beløb.
 - d) Den udskudte variabel løn, der er henholdsvis opgjort (tildelt), udbetalt og reduceret i regnskabsåret.
 - e) Nyansættelses- og fratrædelsesgodtgørelser, der er udbetalt i regnskabsåret, samt antallet af modtagere.
 - f) Det samlede beløb for fratrædelsesgodtgørelser tildelt i regnskabsåret, antallet af modtagere samt angivelse af det højeste beløb, der er tildelt en enkelt person.

Som tidligere nævnt, og som det fremgår af ovenstående, er forpligtelserne jf. bkg 2010/1665 meget omfattende med hensyn til aflønning af ledende medarbejdere og medarbejdere med indflydelse i virksomheden. Det fremgår klart, at det både er vigtigt, at virksomheden fremviser, hvordan man er kommet frem til lønpakkerne, hvorledes de kan

udløses, og i sidste ende hvor meget der sammenlagt vil blive udbetalt. Kravene synes fuldt ud på linje med og i flere tilfælde mere omfattende end kravene i bkg 2011/17.

Ved at kræve at lønningerne udspecificeret på både forretningsområde, funktion (bestyrelse, direktion mv.), sontring mellem fast og variabel løn, og tilmed hvilke dele der er udbetalt og udsudte beløb, vil alle interessenter i virksomheden have adgang til omfattende materiale. Det vil give interessenterne mulighed for at analysere, hvorvidt man forsat eller fremtidigt skal have engagement i den finansielle virksomhed.

Der er dog også indskrevet flere undtagelser. For det første skal det kun oplyses for ansatte med indflydelse, såfremt det ikke medfører, at den enkeltes individuelle løn herved oplyses. Det virker retfærdigt i dette tilfælde ikke at fastholde reglen, såfremt det kan udstille den enkeltes løn. Det står dog i nogen kontrast til den tidligere bestemmelse, hvor det godkendes at offentliggøre individuel løn for bestyrelsen og direktionen. For det andet kan de finansielle virksomheder helt eller delvist undlade at offentliggøre en eller flere af oplysningerne under hensyntagen til virksomhedens størrelse, omfanget og kompleksiteten af dens aktiviteter mv., jf. bkg 2010/1665 § 15, stk. 4. Bestemmelsen indebærer ligeledes en minimumsgrænse på enten DKK 500 mio. i balancesum eller krav om børsnotering. De fremsatte kriterier synes i dette omfang godtgjort, da det undtager de mindste virksomheder fra en forholdsvis stor informationsbyrde, som kun få vil få glæde af. En hurtig gennemgang af finanstillsynets data afslører da også, at ca. 2/3 af Danmarks banker vil opfylde minimumsgrænsen med DKK 500 mio. i balancesum eller børsnotering. Såfremt de finansielle virksomheder falder under minimumsgrænsen, skal de stadigvæk opfylde de tidligere nævnte krav i bkg 2011/17, jf. LOFV § 196. Disse krav indebærer ligeledes krav om udspecificering af løn fordelt på funktion dog ikke i lige så høj grad.

Sammenlagt synes § 77 d som værende en omfattende og bred bestemmelse, der indfører krav til samtlige finansielle virksomheder uden at være for administrativt bebyrdende. Den sørger for, at de finansielle virksomheder fremover skal offentliggøre væsentligt mere information vedrørende normale og variable aflønninger, som forhåbentligt kan gøre branchen mere overskuelig og derved bringe den fremad. Derudover indeholder bestemmelsen også regler for fratrædelsesgodtgørelse, som ofte ikke forbindes med incitamentsaflønning, men som i ledende funktioner ofte er af

væsentlig størrelse. Det skal dog bemærkes, at kravene om individuel aflønning synes mere indgribende end højst nødvendigt, hvorfor proportionalitetsprincippet muligvis ikke er overholdt ved en analog anvendelse, idet lignende resultater kunne være opnået på baggrund af de yderligere punkter i bestemmelsen.

5.6. Ikrafttrædelse

Ikrafttrædelsesbestemmelsen som er defineret i ændringslovens § 28, er, for de for vores afhandlings relevante bestemmelser, udformet som følger:

§ 28

Stk. 1. Loven træder i kraft den 1. januar 2011, jf. dog stk. 2-4.

Stk. 7. §§ 77 a og 77 b i lov om finansiell virksomhed, som affattet ved denne lovs § 1, nr. 23, finder anvendelse på finansielle virksomheders og finansielle holdingvirksomheders aftaler, der indgås, forlænges og fornyes efter lovens ikrafttræden.

Stk. 8. § 77 c og § 77 d, stk. 1, som affattet ved denne lovs § 1, nr. 25, har først virkning for den enkelte virksomhed fra den førstkomende generalforsamling eller tilsvarende, der finder sted efter lovens ikrafttræden.

Selvom tiden for en lovs ikrafttrædelse ikke har nogen reel indflydelse på udformningen af loven, så kan den være med til både at effektivisere og underminere loven.

Som det ses ovenfor, er det generelle udgangspunkt, at loven trådte i kraft den 1. januar 2011. Det betyder således, at de nye regler om begrænsning i brugen af variabel aflønning først trådte i kraft fra årsskriftet. Selvom det i sig selv synes standard ved indførelsen af nye regler, betyder det, at finansielle virksomheder, som ønsker at omgå de nye regler, kan gøre dette.

Det medfører blandt andet, at der er indsat en overgangsbestemmelse i § 28, stk. 7⁵¹. Denne formulering sørger for, at det ikke er muligt at indgå, forlænge eller forny aftaler efter lovens ikrafttræden, medmindre de overholder reglerne i § 77 a, og § 77 b. Mere specifikt betyder det, at alle aftaler, som enten har for stor en andel af variabel løn eller på

⁵¹ Kravene er allerede er gældende for direktionen i kreditinstitutter, der har modtaget statsligt kapitalindskud, jf. lov om statslig kapitalindskud i kreditinstitutter §8, stk. 2, nr.7 og for de finansielle virksomheder som har fået stillet statsgaranti efter kapitel 4 a i lov om finansiell stabilitet.

anden måde overtræder de nye regler, ikke udelukkende vil være forbudt at oprette, men det vil også stride mod bestemmelsen blot at forlænge sådan en ordning.

Desværre gør bestemmelsen det muligt at oprette eller forlænge lignende aflønningsordninger efter vedtagelsen men før ikrafttrædelsen. Det har derfor givet de finansielle virksomheder tid til at udarbejde aflønningspakker til ledelsen i virksomheder i perioden mellem den 9. november 2010 og den 1. januar 2011. I det originale udkast til lovforslaget, som blev sendt til høring, var udformningen anderledes. Her fremgik det, at ændringer i bl.a. § 77 a og § 77 b allerede var gældende fra det tidspunkt, hvor de blev fremsat. Det betyder, at det hverken ville være muligt at oprette nye aftaler eller forlænge gamle aftaler, som stred mod de nye regler i perioden mellem vedtagelsen og ikrafttrædelsen. Det er uklart, hvorfor denne formulering er blevet ændret. Bestemmelsen om, at det ikke er tilladt at forlænge eller forny tidligere aftaler, hvis de ikke overholder de nye bestemmelser efter ikrafttrædelsen, er en god måde at få loven til at træde i kraft med minimal mulighed for at omgå reglerne. Det virker dog uambitiøst, at man fjerner den oprindelig direkte ikrafttrædelsesbestemmelse. Det hæmmer indførelsen af bestemmelserne, da det gør det muligt at omgå reglerne i en tidlig periode.

Den sidste del af ikrafttrædelsesbestemmelsen omhandler ikrafttrædelsen af § 77 c (aflønningsudvalg) og § 77 d, stk. 1 (godkendelse af lønpolitik). Bestemmelsen er en lempende overgangsbestemmelse, som udsætter ikrafttrædelsen til den først kommende generalforsamling. I forhold til § 77 C giver det virksomhederne mere tid til at nedsætte et aflønningsudvalg og udarbejde en arbejdsplan for denne. For § 77 d, stk. 1 betyder det, at selvom lønpolitikken skal være udarbejdet efter den første januar, så er det først et krav, at den er godkendt efter den første generalforsamling. Det er derfor tilladt at indgå aftaler om løn med direktionen og bestyrelsen, selvom lønpolitikken ikke er vedtaget, til og med den første generalforsamling i virksomheden. Den er i sig selv hverken god eller dårlig. Såfremt denne bestemmelse ikke var indført, ville det ikke være muligt at aftale løn med ledelsen i virksomhederne før den første generalforsamling, så det er et logisk skridt at indføre denne. En mangel på samme ville kræve en unødvendig administrativ byrde af de finansielle virksomheder.

6. JURIDISK DELKONKLUSION

På baggrund af nærværende komparative og retsdogmatiske analyse af henholdsvis den hidtidige og nugældende lovgivning for variabel aflønning i den finansielle sektor vil det nu være muligt at konkludere på de i problemstillingen stipulerede spørgsmål.

Som det blev indledt med i nærværende kapitel har den hidtidige aflønningspolitik og praksis i den finansielle sektor været en stor årsag til den øgede regulering af de finansielle virksomheders anvendelse af variabel løn til medlemmer af henholdsvis direktionen, bestyrelsen og væsentlige risikotagere. Som det også er blevet nævnt i afhandlingen, blev dette synspunkt understøttet ved G-20 topmødet i 2009, hvorved det blev konkluderet, at den pågældende aflønningspraksis i store dele af den finansielle sektor har haft en tendens til at belønne kortsigtede gevinster samt at tilskynde medarbejderne til mere risikofyldte aktiviteter med mulighed for høj indtjening på kort sigt, hvilket samtidig gjorde virksomhederne sårbare for store tab på længere sigt. Samtidig har der i stor grad været indikationer for et behov for større gennemsigthed i den hidtidige aflønningspolitik og praksis. På baggrund af afhandlingens indledende analyse kan det derfor konkluderes, at der i særdeleshed har været et behov for en opstramning af regulering på området.

Som det er blevet belyst i afhandlingen implementerer de nye regler i lov om finansiel virksomhed reglerne i det nye Kapitalkravsdirektiv, hvilke fulgte i forlængelse af kommissionens henstilling af 30. april 2009 om aflønning i den finansielle sektor. I februar 2009 var der dog i Danmark i forbindelse med kredittpakken allerede blevet indsat en bestemmelse i lov om finansiel virksomhed, hvorefter variabel løndelev for direktionsmedlemmer i finansielle virksomheder højst måtte udgøre 50 % af den faste løn inklusiv pension. Denne grænse var endvidere nedsat til 20 % i de virksomheder, der modtog statsligt støtte. Med henblik på at begrænse brugen af variabel aflønning i den finansielle sektor og i forlængelse af Kapitalkravsdirektivet vedtog folketetinget den 16. december 2010 en række ændringer i lov om finansiel virksomhed. Som et overordnet krav blev der således indført et krav om, at finansielle virksomheder og finansielle holdingsvirksomheder skal føre en lønpolitik, der er i overensstemmelse med og fremmer en sund og effektiv risikostyring. På trods af denne meget ekstensive formulering synes

behovet for en modernisering heraf at stemme overens med det tilsigtede formål ved skærpelsen af reguleringen på området.

Udover moderniseringen af ovennævnte krav om lønpolitik er der ved lovændringerne indført en række yderligere og mere detaljerede begrænsninger i anvendelsen af variabel løn til virksomhedernes direktion, bestyrelse og væsentlige risikotagere herunder som de mest centrale elementer:

- Et krav om at mindst 50 % af den variable løn til ledelsen eller væsentlige risikotagere skal bestå af aktier eller lignende instrumenter. Der er således tale om en generel betingelse, som finder anvendelse på al variabel løn uanset størrelsen heraf. Medens aktier ikke giver anledning til særlige fortolkningstvivl, frembyder begrebet lignende instrumenter imidlertid anderledes udfordringer. I forarbejderne er det direkte anført, at begrebet bl.a. omfatter aktieoptioner. I CEBS retningslinjer angives som vejledning om, hvorvidt et instrument er aktiebaseret, og at instrumentets værdi baseres på en værdifastsættelse, som har aktiekursen som referencepunkt. Således må det antages, at disse begreber også omfatter fantomaktier og lignende former for kunstige instrumenter.

- Et krav om udskydelse af betydelige andele af variabel løn over mindst tre til fire år. Udskydelsen indebærer, at alene den ikke-udskudte del af den beregnede variable løn kan anses for endeligt retserhvervet af modtageren på beregningstidspunktet. Reglen indebærer, at virksomheden skal foretage en konkret vurdering af, om udbetaling kan ske og i hvilket omfang. Ved denne vurdering skal virksomheden foretage en i CEBS retningslinjer benævnt "*ex-post risk adjustment*", som skal afgøre om beregningen for den variable løn er holdbar på lang sigt. Bestemmelsen har en central placering i den nye lovændring og bidrager positivt til problemet omkring risikobetonede adfærd. Det kan statueres, at den udskudte del af den variable løn således kan fortabes helt eller delvist i løbet af udskydelsesperioden, såfremt forholdene for beregningen ikke er opretholdt.

- Et krav om at der højst udbetales aktieoptioner eller lignende instrumenter af 12,5 % af henholdsvis fast løn inklusiv pension og honorarer på tidspunktet for beregningen. Begrebet "aktieoptioner" lader sig definere forholdsvis enkelt og må anses for at omfatte

såvel købs og tegningsoptioner (warrants). I forarbejderne er det dog nævnt, at der med "lignende instrumenter" refereres til instrumenter, der i lighed med aktieoptioner kan have en struktur, der kan medføre overdreven risikotagning. Det må således konkluderes, at der skal være tale om andre instrumenter, hvor ejendomsretten ikke overdrages umiddelbart til modtageren, og hvor der er indeholdt en form for risiko med hensyn til muligheden for at opnå en gevinst. Desuagtet ovenstående konklusion synes formuleringen meget vag i sin udformning.

- Et krav om tilbageholdelse og betalingspligt (clawback) af variabel løn, der er modtaget i ond tro eller udbetalt på et fejlagtigt grundlag. Disse regler om tilbageholdelse og tilbagebetalingspligt understøtter de øvrige regler med det formål at sikre, at den omfattende personkreds har samme økonomiske incitamenter som en langsigtet investor. Kravene er således betinget i et hensyn om, at modtageren af den variable løn herved vil have interesse i fx at aktiekursen stiger over en længere periode

- Et krav om nedsættelse af et særligt aflønningsudvalg. For finansielle virksomheder med aktier optaget til handel på et reguleret marked har anbefalingerne fra Komiteen for god selskabsledelse hidtil været, at bestyrelsen skulle nedsætte et aflønningsudvalg. Med den nye bestemmelse gøres kravet om et aflønningsudvalg således til et lovkrav for virksomheder, hvis kapitalandele er optaget til handel på et reguleret marked, eller som i de seneste to regnskabsår på balancetidspunktet i gennemsnit har haft 1.000 eller flere fuldtidsansatte. Det skal konkluderes, at bestemmelsen bidrager positivt i forhold til de øvrige bestemmelser, men samtidig må det også bemærkes, at kravet kun i begrænset tilfælde vil komme til brug.

- Et krav til virksomhedernes offentliggørelse af lønoplysninger for ledelsen og væsentlige risikotagere. I kontrast til de øvrige bestemmelser kan det konkluderes, at dette krav således vil skabe større klarhed og gennemsigtighed for den hidtidige inefficente aflønning, der hidtil har været i branchen, og således bidrage positivt til de retspolitiske hensyn.

Alle de i afhandlingen behandlede regler udgør meget omfattende og faste krav, hvilke som udgangspunkt kunne indikere gnidning i forhold til princippet om proportionalitet, herunder om disse indgreb er mere vidtgående, end hvad formålet tilsigter. Vigtigt er det i denne sammenhæng at konkludere, at disse specifikke krav til udformningen af lønpolitikken alligevel gælder under hensyntagen til virksomhedens størrelse og organisation samt omfanget og kompleksiteten af virksomhedens aktiviteter. Det skal således konkluderes, at nærværende krav skal forstås med forbehold for princippet om proportionalitet, hvorfor disse i tilstrækkelig grad synes at bidrage til en neddæmning af den hidtidige uhensigtsmæssige adfærd, der her været på området.

De nye regler er således på mange måder blevet forbundet med stor kompleksitet, både hvad angår forståelsen men tillige for så vidt angår den praktiske håndtering. Som det fremgår af den retsdogmatiske analyse, må der på flere punkter konstateres udfordringer i forhold til virksomhedernes indretning samt fortolkning af de nye regelsæt, hvilke i sidste ende kan medføre en række tvivlsspørgsmål. I den forbindelse har Finanstilsynet som fortolkningsbidrag og med hjemmel i den nye regulering udstedt bekendtgørelse nr. 1665 af 21. december 2010, hvilken indeholder en række detaljerede regler om de forhold, som ikke direkte er behandlet i lov om finansiell virksomhed. Som det også er forudsat i Kapitalkravsdirektivet har Banktilsynsudvalget (CEBS) endvidere udarbejdet en række retningslinjer for, hvorledes virksomhederne kan føre en forsvarlig lønpolitik. Endelig fremgår det også i forarbejderne til ændring af lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet i forbindelse med sit tilsyn vil anvende ovenfor nævnte retningslinjer, hvilket selvsagt vil resultere i, at disse også udgør et vigtigt fortolkningsbidrag til den nye regulering. Ved gennemgangen af nærværende retningslinjer er det dog væsentligt at nævne, at CEBS retningslinjer i visse situationer indeholder betragtninger, som ikke er forenelig med de nye regler i lov om finansiell virksomhed, hvorfor det herpå må konkluderes, at disse betragtninger på nuværende tidspunkt ikke vil få nogen retlig betydning på de nye regler. Dog kan det ikke afvises, at disse betragtninger på længere sigt vil kunne føre til en tilpasning af de nye danske regler.

Som afsluttende bemærkninger til kapitlets juridiske konklusion skal forholdet til ikrafttrædelsesproblematikken endeligt nævnes. Op til lovens ikrafttrædelse var der, som

tidligere omtalt, en del usikkerhed om, hvorvidt lovændringerne skulle have en tilbagevirkende kraft med virkning fra datoen for fremsættelsen af lovændringerne herunder 9. november 2010, hvorved alle aftaler, der allerede var indgået efter fremsættelsen, ville blive underlagt de nye regler. Således fremgik det af Kapitalkravsdirektivets bestemmelser, at udbetalinger i 2011 for 2010 ikke kunne foretages, uden at dette skete i overensstemmelse med de nye regler. Desværre blev udfaldet, at ikrafttrædelsesbestemmelsen blev ændret ved en ændringslov, så det i stedet blev muligt for de finansielle virksomheder at forlænge eksisterende aflønningsordninger efter vedtagelsen uden påvirkning af de nye regler. Det skal således konkluderes, at ændring af den oprindelige ikrafttrædelsesbestemmelse har gjort det muligt for de finansielle virksomheder at udarbejde aflønningspakker til ledelsen mellem den 9. november 2010 til den 1. januar 2011. På baggrund af den omfattende kritik af aflønningen i den finansielle sektor, de i øjenfaldende eksempler på risikobetonede adfærd fra ledelsen i den finansielle sektor, samt det tiltrængte behov for en modernisering af gældende ret finder vi ikke denne ændringslov for efficient med det tilsigtede formål ved indførelsen af de i denne afhandling behandlede tiltag.

Samlet set kan det dermed konkluderes at den nye lov i høj grad styrker og strammer op i gældende ret på området. Tiltagene vil i fremtiden være med til at skabe øget fokus og gennemsikkelighed i branchen. Det må dog også konkluderes, at i flere tilfælde er bestemmelserne for vage, og det kan være svært på nuværende tidspunkt at fastslå hvorvidt niveauet for begrænsningen af variabel aflønning, i de enkelte bestemmelser, er optimal. Det kan være svært at indføre bestemmelser som er præcise nok, uden et fundament i forvejen, så det forventes at en senere opstramning, eventuelt med hjælp fra retspraksis kan sørge for at lovgivningen vil fungere optimalt.

KAPITEL 3 – DEN MULTIDISCIPLINÆRE ANALYSE

I det ovenstående kapitel har vi gennemgået de nuværende muligheder for variabel aflønning af ledelsen i den finansielle sektor i Danmark. Ifølge statistik fra lederne (interesseorganisation og A-kasse) så er finansiering og forsikringsvirksomhed den branche med tredje flest aktieaflønninger, den branche med den fjerde højeste bonus andel og sammenlagt den branche med den absolut højeste aflønning i gennemsnit (ca. DKK 7.000 kr. om måneden mere end nærmeste branche)⁵². Det oplyses ligeledes i en publicering fra Finanssektorens Arbejdsgiverforening i 2009, at 72% af virksomhederne i finanssektoren havde en incitamentsaflønningsordning⁵³. Den finansielle sektor er derfor et oplagt mål for en økonomisk gennemgang mht. variabel aflønning.

I indledningen til dette kapitel vil der blive foretaget en gennemgang af begrundelsen for virksomheders brug af variable aflønninger. Den vil både indeholde en traditionel gennemgang af principal-agent teori ligesom alternative teorier såsom Maslow og McClellan vil blive brugt for at forklare baggrunden for brug af variabel aflønning.

Efter at have gennemgået, hvorfor virksomheder som helhed kan bruge variabel aflønning som ledelsesinstrument, vil fordele og ulemper ved de individuelle typer incitamentsaflønning blive analyseret. Det indebærer både aktiebaserede mål, regnskabsbaserede mål og kriterier med ikke-finansielle mål. Til sidst vil de ovenstående analyser blive sammenholdt med empiri, og i kombination med konklusionerne fra jurakapitlet vil det blive konkluderet, hvor brugbare de nye regler er, og hvorvidt de tillader optimal incitamentsstruktur i den finansielle sektor.

7. HVORFOR SKAL MAN INCITAMENTS AFLØNNE?

Vi har igennem denne afhandling foretaget en nærmere gennemgang af reglerne for incitamentsaflønning i Danmark. Dette afsnit vil starte helt tilbage ved basis nemlig ved forskellen mellem fast og incitamentsaflønning. Fast løn bliver som ofte brugt i situationer, hvor det kan være svært at måle en medarbejders indsats, eller fx hvor medarbejderen ikke har meget direkte indflydelse på resultater. Dette kan ses i job som fx bibliotekar eller

⁵²Magasinet Lederne

⁵³Lemming-Christensen (2009, s.2)

pædagog, hvor den enkelte medarbejders indsats næppe vil have en indflydelse på virksomhedens resultat. Ledere af virksomheder kan derimod i højere grad have indflydelse på virksomhedens bundlinje og aktiekurs, hvilket ikke alene er godt for virksomheden men ligeledes lettere målbart. Der findes et uanet antal muligheder imellem de to ekstremer, og i mange tilfælde kan det også betale sig at incitamentsaflønne hele afdelinger, selvom de ikke individuelt har indflydelse på en virksomheds resultater.

Både fast og variabel aflønning er nævnt ovenstående, men baggrunden for at have to systemer ligger i den interessekonflikt, som eksisterer mellem ejerne og ledelsen af en virksomhed. Kapitalejerne har investeret midler i selskabet og har den overordnede ret til at træffe beslutninger for selskabet (som udgangspunkt på selskabets generalforsamling). Det forventes derfor, at de ønsker at forvalte deres investering bedst muligt. Heriblandt at selskabet maksimerer sit afkast, så værdien af kapitalejernes investering stiger. For at opnå denne maksimering, ansætter man en ledelse i et selskab. Problemet opstår, når ledelsen ikke opnår mere nytte/aflønning, såfremt virksomheden præsterer godt. En leder vil derfor ofte have incitament til enten at arbejde så lidt som muligt for sin løn eller tilsvarende sørge for at få ekstra fryns (firmabil mm.), hvis de ikke er incitamentsaflønnede. Alle disse goder vil fratrække værdi fra kapitalejerne, og der opstår dermed modstridende interesser mellem ledelse og kapitalejere.

Det skal afsluttende bemærkes, at variabel aflønning ikke udelukkende bruges til at give ensartede incitament for ledelse og kapitalejere. Aktieoptioner og lignende ordninger kan samtidig være med til at fastholde medarbejderen i virksomheden, da han i så fald vil have større indflydelse på sin variable aflønning over de efterfølgende år. En sidste begrundelse for at indføre variabel aflønning er, at det kan udskyde virksomhedens lønudgifter. Ved at fordele de variable aflønninger over flere år, kan virksomheden både opnå bedre likviditet og samtidig spare lønudgifter ved at bruge stigningen i værdien af medarbejderens aktier som aflønning frem for at give en kontant bonus.⁵⁴

Det skal fastslås, at hverken udelukkende fast eller variabel løn som udgangspunkt er en optimal strategi for ledelsen i virksomheder. Hvis ledelsen modtager en høj fast løn, mangler de incitament til at foretage fordelagtige beslutninger, da deres løn ikke bliver berørt. Ligeledes kan udelukkende variabel aflønning afholde ledelsen fra at tage

⁵⁴ Banner-Voigt & Rasmussen (2009. S. 43)

fordelagtige beslutninger for virksomheden. Det kan bl.a. ske, fordi ledelsen er risikoavers og i den egenskab vil de ikke være villige til at risikere deres eneste løn på beslutninger, som muligvis kan gå galt (Dette vil blive berørt senere i opgaven).

De modstridende interesser om at have optimalt afkast og minimal arbejdsbyrde er klassisk karakteriseret i Principal-Agent teorien. Nedenfor vil det med hjælp af PA teori blive forklaret, hvorledes virksomheder kan sørge for at implementere systemer, som kan strømligne de forskellige parter interesser.

8. PRINCIPAL- AGENT TEORIEN

Når det gælder tiltag til ændring af gældende ret, vil det i de fleste tilfælde på forhånd være umuligt at bestemme, hvad der vil være den mest samfundsmæssige efficiente løsning. Mange faktorer spiller ind i vurderingen af, hvad der kan betragtes som en efficient løsning. Retsøkonomien opstiller i den forbindelse en række værktøjer, som kan anvendes til at vurdere, hvorledes man netop skaber og opnår den efficiente tilstand. Som det indledningsvist blev nævnt i afhandlingens kapitel 1, vil det overordnede formål ved afhandlingens kapitel 3 derfor være at belyse og analyserer de gængse retsøkonomiske værktøjer og teoretiske argumenter med henblik på at anskueliggøre hvilke bevæggrunde, der ligger til grund for den finansielle sektors brug af incitamentsaflønning. Således vil vi være i stand til at kunne klarlægge, hvorvidt ændringerne af gældende ret er efficiente og dermed værdiskabende.

Som aflønningsværktøj kan incitamentsaflønning i stor udstrækning forklares ved hjælp af principal-agent teorien (fremover PA-teorien), hvorfor kapitel 3 indeholder en kort gennemgang heraf. Ved hjælp af denne gennemgang er det vores mål, dels at kunne give læseren en redegørelse for de vigtigste elementer i PA-teorien med relevans for afhandlingen samt at sikre en entydig forståelse heraf. PA-teorien er desuden en central del af det teoretiske grundlag for organisationsteori og betegnes samtidig som en økonomisk teori om incitament. Teorien beskæftiger sig med ansattes motivationsudfordring i arbejdsprocessen, og om hvorledes denne udfordring kan løses gennem udvikling af et optimalt aflønningssystem. Det vil derfor være oplagt at anvende denne teori i forbindelse med aflønningen af ledelsen i den finansielle sektor.

8.1. Gennemgang til PA-teorien

PA-teorien beskæftiger sig som udgangspunkt med adskillelse af ejerskab og ledelse, hvilket i snæver forstand kan videreføres til kontraktstyring og resultatorienterede aflønning. Således omhandler teorien oprindeligt forholdet mellem to parter herunder principalen og agenten.

Ross 1973:

“...an agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, or on behalf of, or as a representative for other, designated the principal, in a particular domain of decision problems.”⁵⁵

Principalens rolle er derfor at fastlægge de mål, som agenten skal indfri samt at fastsætte de aflønningsparametre, denne skal belønnes ud fra. Agentens rolle er derimod at opfylde de af principalens fastsatte mål. I forsøget på at motivere en agent til at handle på vegne af en principal opstår der i den forbindelse et generelt problem. Dette benævnes af økonomer for principal-agent-problemet.

8.2. PA-problemet

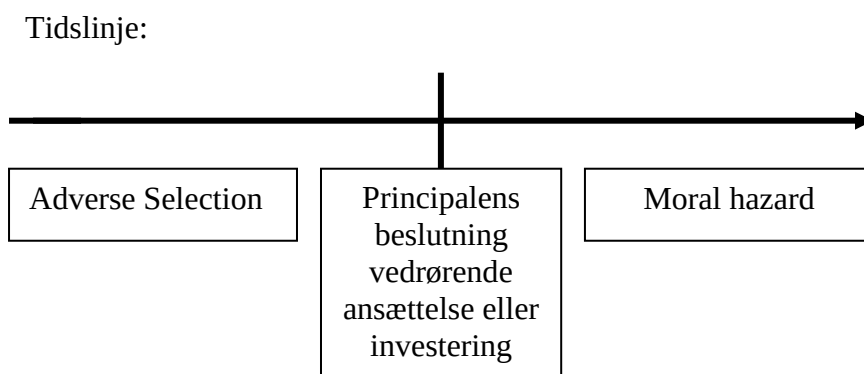
Det grundlæggende problem i PA-teorien opstår, når de to parter dels har divergerende interesser og dels ikke er i besiddelse af den samme information - altså viden om den anden part eller den anden parts hensigter.

Denne problemstilling opstår generelt i forbindelse med decentralisering, dvs. når principalen afgiver ansvar til agenten. Ved decentralisering mindskes kontrollen med fx, hvad agenten bruger sin tid på, og der kan som følge heraf opstå usikkerhed om, hvilken indsats agenten udøver. Det forhold vanskeliggør principalens muligheder for at vurdere, om dårlige resultater skyldes en mangelfuld indsats fra agenten, eller om det skyldes andre faktorer, som denne ikke har haft indflydelse på. Ved informationsasymmetri kan agenten derved udnytte principalens manglende viden til at handle opportunistisk dvs. snyde principalen til fordel for egen vinding. Eksempelvis vil direktøren (agent) i en finansiell virksomhed, der modtager et fast vederlag for sin arbejdsindsats, ikke have et incitament til at yde en ekstra indsats – udover naturligvis at sikre sig mod fyring.

⁵⁵ Ross (1973. S.134)

Direktøren udnytter derfor, at der er asymmetrisk information imellem aktionæerne (principalen) og direktøren, i de tilfælde hvor aktionæerne på grund af den asymmetriske information ikke kan se, om direktøren yder sit bedste. I teorien benævnes dette problem som moral hazard problemet, dvs. skjulte handlinger, hvilket betyder, at principalen altid må antage, at agenten under ovenstående forhold vil begå moral hazard. Udover moral hazard problemet opstår der i forbindelse med information asymmetri også problemer vedrørende adverse selection. Den tidsmæssige distinktion mellem disse to information asymmetri problemer er, at adverse selection opstår før principalen kan tage en beslutning om, fx hvorvidt en agent skal ansættes eller ej, hvorimod moral hazard først opstår efter, at principalen har taget en beslutning. Nedenstående figur 1. illustrerer netop denne tidsmæssige forskel.

Figur 1. Illustration af den tidsmæssige distinktion mellem adverse selektion og moral hazard



Som nævnt opstår moral hazard i de tilfælde, hvor agentens aktiviteter ikke kan observeres af principalen. Eksempelvis vil aktionæerne (Principalerne) i en finansiell virksomhed have svært ved at overvåge en ledende medarbejder (agent) i dennes daglige arbejde. I værste fald kunne denne bruge det meste af tiden på at spille golf og spise dyre frokoster på virksomhedens regning, mens denne samtidig krævede en høj aflønning. Udfordringen for principalen er derfor at eliminere dette moral hazard problem, hvilket kan gøres på to forskellige måder, hvilke vil blive gennemgået nedenfor.

8.3. Løsning på PA-problemet

8.3.1. Moral hazard

Netop moral hazard problemet relaterer sig til den postkontraktuelle del af forholdet mellem principalen og agenten. Agentens muligheder for at begå moral hazard afgøres af primært to forskellige forhold herunder graden af divergerende interesser og muligheden for overvågning (monitoring). Med andre ord findes der forskellige løsningsmodeller til, hvordan aktionærerne kan minimere direktørens "moral hazard" herunder gennem regler og sanktioner, gennem kontrol og overvågning af direktøren eller ved at skabe divergerende interesser gennem en incitamentskontrakt.

8.3.1.1. Divergerende interesser

Indledningsvist skal det bemærkes, at i det omfang principalen og agenten har enslydende interesser, vil agenten naturligvis ikke have incitament til at begå moral hazard. Det modsatte tilfælde gør sig i midlertidig gældende, hvis principalens og agentens interesser er divergerende. I så fald vil agenten have større incitaments til at begå moral hazard til skade for principalen.

I klassisk økonomisk teori antages det oftest, at det enkelte individ altid vil forsøge at maksimere sin egen nytte, hvilket skaber en problemstilling mellem principalen og agenten. For at kontrollere denne nyttemaksimerende adfærd kan principalen anvende en aflønningsstruktur, hvorved agenten aflønnes ved hjælp af incitamentsaflønning frem for en fast aflønning. I modsætning til en fast aflønningsstruktur vil agenten ved en incitamentsaflønningsstruktur agere på en sådan måde, at principalen i højere grad tilfredsstilles. Udfordringen for principalen bliver derfor at lave et incitamentsaflønningssystem, hvor agenten aflønnes på en sådan måde, at agenten maksimerer principalens nytte, når denne samtidig maksimerer sin egen nytte. Altså skal agenten handle, som principalen selv ville have gjort det.

8.3.1.2. Overvågning

Derudover kan principalen modarbejde moral hazard problemet ved at gøre det risikabelt for agenten at snyde. Det kan principalen gøre ved overvågning af agenten. Dersom agenten opdages i at snyde, kan principalen sanktionere. Anvendelsen af en sådan løsning afhænger imidlertid af to forhold:

For det første må det vurderes, hvor omkostningskrævende det er for principalen at overvåge agenten. Er der eksempelvis tale om en agent, som står ved et samlebånd på en flaskefabrik, vil det både være ukompliceret og omkostningsminimalt for principalen at monitorere. Er der derimod tale om en agent, der udfører et stykke arbejde, som består af mange delopgaver og samtidig er afhængig af andre agents arbejde, så vil det være meget kompliceret og omkostningskrævende for principalen at overvåge agenten. Den optimale løsning ville i så fald være at forebygge risikoen for moral hazard i selve kontrakten mellem principalen og agenten.

For det andet kan principalen være så afhængig af agenten, at mulighederne for at sanktionere er begrænsede. Hvis agenten er den eneste, der kan løse opgaven eller er i besiddelse af en erfaring og viden, som principalen ikke kan undvære, og som alternative konkurrenter muligvis kunne have fordel af, så vil en fyring måske ikke kunne betale sig. Det er naturligvis et meget enestående problem.

8.3.2. **Adverse selection:**

Adverse selection vedrører det forhold, at en agent inden kontraktindgåelsen (prækontraktuelt) har tilbageholdt relevant information for principalen, hvilket ville have haft indflydelse på kontraktens indhold. Denne asymmetriske information kan derved skabe en modsatrettet interesse mellem parterne. Eksempelvis kunne det illustreres ved, at en direktør i en finansiell virksomhed igangsatte kortsigtede profitable investeringer med henblik på at forøge dennes aktieoptioner i virksomheden velvidende om, at investeringerne på lang sigt ikke ville gavne virksomheden og dermed aktionærerne. Prækontraktsproblemer med skjult information kan modvirkes ved hjælp af signalering, hvor principalen forsøger at afsløre den skjulte information. Eksempelvis kan høje karakterer anvendes som et ansættelseskriterium. Ved at søge agenter med en sådan kvalifikation kan principalen signalere, at agenten skal være arbejdsom og målbevidst. Principalen kan også mindske informationsasymmetrien ved hjælp af screening, dvs. ved at indhente relevante oplysninger om agenten med henblik på at afsløre eventuelle skjult information i forbindelse med kontraktindgåelsen. Screeningen kan bl.a. opnås ved at ændre risikofordelingen mellem principalen og agenten, hvilket medfører, at informationen bliver troværdig.

8.3.3. Risikoproblemet:

Som det er blevet anført ovenfor, er information en signifikant del af PA-teorien, idet principalens information om agenten danner grundlag for, hvordan dennes kontrakt skal udformes.

En mindst lige så vigtig faktor er det risikoforhold, som adskiller henholdsvis principalen og agenten. I PA-teorien antages det, at principalen oftest er risikoneutral, da denne oftest har flere agenter/indtjeningsmuligheder i sin portefølje. Omvendt antages agenten oftest at være risikoavers, da denne ikke har andre stillinger at varetage. Derfor vil agenten hellere have en fast løn i forhold til en usikker løn med samme gennemsnit. For at en incitamentskontrakt skal være lige så attraktiv for direktøren i en finansiell virksomhed som en fast løn, skal direktøren kompenseres med en forventet indtægt, der er større end den faste indtægt. En effektiv kontrakt skal således afveje hensynet til at give direktøren incitamenter og til at få direktøren til at bære en højere risiko. Det skal dog bemærkes, at desuagtet det forhold at principalen oftest antages at være risikoneutral, må enhver investering, som ikke på forhånd garanterer et forventede afkast, være forbundet med en vis risiko for tabt indkomst. Derfor vil en mere korrekt formulering heraf være, at principalen er mindre risikoavers end agenten.

Som det er blevet nævnt ovenfor, kan resultatorienteret løn være påvirket af forhold, som agenten ikke selv har indflydelse på. Eksempelvis vil en direktør i en finansiell virksomhed have svært ved at minimere visse omkostninger til et bestemt niveau, hvis dennes underleverandør går konkurs, og priserne på en tilsvarende ydelse hos en tredje part er markant højere. Det betyder således, at såfremt en agent ikke bliver garanteret en løn, der svarer til den indsats, agenten præsterer, vil dette forhold alt andet lige udgøre en risikofaktor for ham.. Risikoen har derfor en større negativ værdi for agenten end for principalen.

Netop denne differentiering af risiko er relevant i forbindelse med sammensætningen af agentens aflønning. Vælger principalen alene at aflønne agenten med en fast aflønning, vil risikoen udelukkende placeres på principalen, idet principalen desuagtet agentens utilfredsstillende indsats er nødsaget til at betale agenten den faste aflønning. Agenten har derved eksplicit ingen motivation for at yde en for principalen tilfredsstillende indsats. Det

må derfor antages, at agenten som udgangspunkt vil være modvilligt indstillet over for at modtage variabel løn frem for fast løn, når begge aflønningsformer har samme forventet indkomst for agenten. Skal principalen overtale agenten til at modtage variabel løn, er det derfor nødvendigt at kompensere agenten for risikooverførslen ved fx at lokke med en højere forventet indkomst end ved en fast aflønning. Ved anvendelsen af variabel løn påfører principalen sig således en potentiel ekstraomkostning.

Den forøgede grad af målopfyldelse, hvilken må antages at opnås ved overførsel af risiko fra agenten til principalen, må derfor vurderes og sammenholdes med forholdet til de øgede omkostninger, som principalen kan forvente at påføre sig samt risikoen for, at agenten vil snyde sig til den ekstra indkomst uden at levere en tilsvarende højere indsats.

8.4. Agent omkostninger

Agent omkostningerne betegnes som de omkostninger, som principalen er nødsaget til at betale, for at sikre at agenten varetager principalens interesser. Givet det faktum, at der eksisterer asymmetrisk information, samt at agenten og principalen har forskellige risikopræferencer vil nærværende omkostning bestå af to forskellige dele. Dels er der de indtægter eller omkostninger, som principalen må gå glip af eller betale, når agenten forfølger egne interesser frem for at maksimere principalens interesser. Dernæst er der de omkostninger, som principalen må betale for at overvåge, at agenten ikke forfølger egne interesser men derimod principalens interesser. I relation til ledelsen i en finansiell virksomhed ville en sådan overvågning være meget omkostningsfuld for aktionærerne, hvorfor muligheden for overvågning ville være minimal.

8.5. Kritik af PA-teorien

PA-teorien har været en af de mest indflydelsesrige på netop forholdet mellem ejer og ledelse i en virksomhed, men er samtidig blevet kritiseret på flere punkter, fordi PA-teorien forudsætter stærke antagelser om motivation hos den enkelte, herunder at agenten udelukkende er drevet af egen nytte og fx ikke personlig tilfredsstillelse, karriere, ambitioner m.v.

Som supplement hertil er PA-teorien i flere tilfælde blevet kritiseret af bl.a. Bruno S. Frey og Felix Oberholzer-Gee, som mener, at ydre belønninger ofte vil fortrænge en medarbejders indre motivation, der generelt i litteraturen kaldes for en "crowding out

effekt”⁵⁶. Effekten kan opstå i forbindelse med indre - kontra ydre motivation og kan medføre, at en direktør i en finansiell virksomhed kun vil udføre ekstra arbejde, såfremt denne modtager et ekstra økonomisk vederlag. En incitamentsaflønning vil således kunne resultere i en betalingskultur, der kan medvirke til at eliminere direktørens indre motivation.

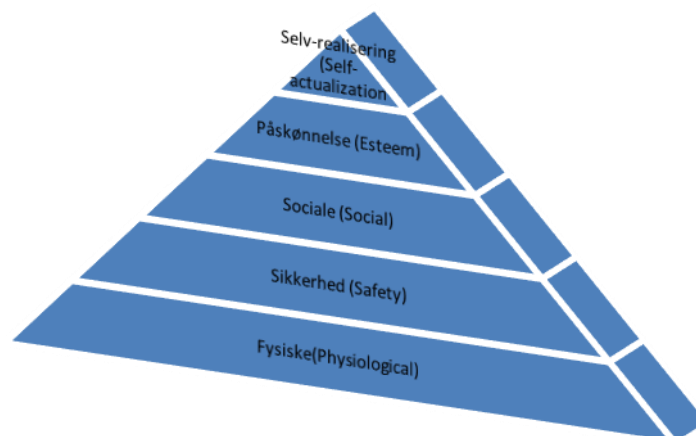
9. MOTIVATIONSPSYKOLOGISKE TEORIER

Principal-Agent teori er ikke den eneste teori, der beskriver hvorfor medarbejdere og ledere agerer, som de gør. Vi vil i det nedenstående afsnit gennemgå alternative teorier med motivationspsykologiske baggrunde. Det er vigtigt, at man ikke blot ser på aflønning som en motiverende faktor, men samtidig er åben over for motivation gennem påskønnelse, faglige udfordringer, samt variation i arbejdsopgaver og advancement⁵⁷. Det antages i det efterfølgende både i Maslow, McGregor og Herzberg, at mere motivation på arbejde skaber bedre resultater.

9.1. Maslows behovsteori

Abraham H. Maslows behovspyramide er efterhånden verdenskendt, og den er blevet brugt til undervisning på mange forskellige områder. Abraham Maslow startede med at udvikle teorien indenfor psykologi, men den er sidenhen blev brugt i mindst lige så høj grad inden for business og HR.

Figur 2. Maslows Behovspyramide



⁵⁶ Frey & Oberholzer-Gee

⁵⁷ Banner-Voigt & Rasmussen (2009, S.43)

9.1.1. Maslows behovspyramide

"Anyone who attempts to make an emergency picture into a typical one, and who will measure all of man's goals and desires by his behavior during extreme physiological deprivation is certainly being blind to many things" – Abraham Maslow⁵⁸.

Maslows behovspyramide er baseret på menneskets grundlæggende behov. De mest grundlæggende behov er i bunden af pyramiden, og efterhånden, som de bliver tilnærmelsesvis opfyldt, vil de ovenstående behov begynde at have større indflydelse på individets valg. De 5 niveauer fra bund til top er: fysiske behov, sikkerhed, sociale behov, påskønnelse samt selv-realisering. Et menneske vil i sit mest basale behov have mad, drikke og tøj, og indtil disse er opfyldt vil behovet for venner, kærester eller behovet for at have anerkendelse af andre, ligge i baggrunden. Teorien siger herefter, at hvis individet får sikret sig muligheden for at få mad og drikke, så vil behovet for disse træde i baggrunden, og i stedet vil fokus i højere grad ligge på sikkerhed, herunder husly eller økonomisk sikkerhed. Det ligger dog underforstået, at individet fortsat vil have fokus på at opretholde, at de underliggende behov er mødt⁵⁹. Det betyder, at selvom en person har opnået husly og derfor et stigende behov for sociale omgivelser, så vil individet stadigvæk have nogen fokus på at beholde sit husly, da det ligger til grund for den videre udvikling.

Vi kan dermed konkludere, at selvom et behov tilnærmelsesvis er blevet opfyldt og dermed stiller et ovenstående behov yderligere i fokus, så vil de underliggende behov ikke fuldstændig forsvinde. Hvis vi prøver at vende fokus fra teorien til praksis, må vi også konstatere, at de fleste individer i Danmark i dag har fået opfyldt en hvis procentdel af alle behovene. Selvom folk hverken er 100% sikre på løn eller husly, vil langt de fleste have en god social vennekreds, kærester og samtidig have et behov for anerkendelse fra folk omkring dem. Man kunne fristes til at sige, at individets procentvise opfyldelse af behov er størst i bunden af pyramiden, og at den derefter falder efterhånden, som vi nærmer os toppen. Teorien skal derfor i en hvis udstrækning gradbøjes, således at det er de færreste, der bor på gaden, som hellere vil opnå anerkendelse end mad, men at folk uden fast job sagtens kan have et stort behov for sociale relationer.

9.1.2. Maslows motivationsteori i virksomheder

⁵⁸ Maslow (2000, s.256)

⁵⁹ Maslow (2000, s.3)

Maslows teori er udbredt med hensyn til virksomhedsledelse, og vi kan derfor i høj grad bruge den til at beskrive motivationsfaktorer for folks arbejde. Helt basalt kan vi kigge på Maslows behov og sige, at på mange niveauer opfylder jobbet store dele af behovet for individet. Helt basalt sørger lønnen for, at individet både kan få mad, drikke og husly. Jobbet kan ligeledes tilbyde en social omgangskreds, anerkendelse og i sidste ende selvrealisering. Maslow går endda så langt som at beskrive en selvrealisering som en mulighed, hvor individer optager deres arbejde i deres identitet. Det vil sige, at arbejdet bliver en faktisk del af individets egen opfattelse af sig selv⁶⁰.

Måden, hvorpå man motiverer, er derfor ikke nødvendigvis ved at betale høje lønninger men derimod ved at udforme individets arbejde, således at det opfylder dets behov. Ann R. Kaplan udtrykker det således i the Maslow Business reader: *"The challenge lies not in motivating people, but in building an environment in which motivated people are willing to make a maximum contribution"*⁶¹. Dette betyder, at ved at sørge for at individet opfylder sine egne behov og samtidig opfylder virksomhedens behov, kan den skabe den optimale situation og maksimale motivation for medarbejderne. Dette kunne udføres ved at lade medarbejdere, som har et socialt behov, snakke, imens de arbejder. Det kunne fx være ved fabriksarbejde, så det kunne gøres uden at gå ud over produktionen i øvrigt. Da denne afhandling beskæftiger sig med aflønning af ledelsen, vil behovet for det sociale typisk ikke være det bærende. Her er der snarere tale om anerkendelse eller selvrealisering. Det ville typisk kunne opnås, hvis lederen får mulighed for at beskæftige sig med arbejde, som kan anerkendes af ligesindede kollegaer både i og udenfor virksomheden og/eller gennem oprettelse af projekter med personligt præg eller anden form for kreativ tænkning, som vil give lederen selvrealisering. *"What a man can be, he must be. This need we may call self-actualization"*, som Maslow selv beskriver det.

9.1.3. McGregor og Maslow

"People are not motivated. Man is a living organism, not a machine".- Douglas McGregor

Douglas McGregor udgav i 1960 bogen ved navn "The human side of enterprise", hvori han kom frem med teorien om Theory X og Theory Y ledere og arbejdstagere. Bogen var bl.a. bygget på baggrund af Maslows observationer og bøger omkring motivation. Theory

⁶⁰ Maslow (2000, s.5)

⁶¹ Maslow (2000, s.250)

X, som efterfølgende har været kritiseret, beroede på, at arbejdstagerne var dovne og generelt havde foragt mod at arbejde, så lederne kunne derfor ikke overlade ansvar til arbejderne og i stedet måtte udøve meget kontrol. Theory Y beroede på, at arbejdere godt kunne lide at arbejde, og at de i nogen grad havde kreativiteten til at løse problemer på egen hånd samt var selv-motiverende. En Theory Y leder vil derfor i højere grad overlade ansvaret til arbejderne, der under de rigtige omstændigheder selv vil finde motivationen og de optimale arbejdsbetingelser.

Maslow har efterfølgende været enig i nogle af McGregors konklusioner men siger, at selvom der er for lidt belæg til at konkludere, at Theory Y er den bedste metode, er der endnu mindre belæg for at konkludere, at Theory X er bedre.⁶²

Maslow hælder mest til, at Theory Y er den mest optimale løsning i de fleste tilfælde, idet folk på den måde bedre kan forme sit arbejde, så deres personlige mål bliver opfyldt. Det er sandsynligvis også den løsning, de fleste hælder imod i dag, da teorien efterhånden er over 40 år gammel. Alligevel nævner Maslow, at Theory X i visse situationer kan vise sig som den bedste løsning. Hans eget eksempel involverer en hård Theory X vikar, som overtager en skoleklasse midlertidigt. Her vil der højst sandsynligt opnås bedre resultater i perioden, end hvis eleverne i højere grad blev overladt til selv at bestemme⁶³.

Ud fra Maslow og McGregors teorier omkring motivation kan vi udlede, at der langt hen ad vejen er andre metoder end blot de monetære, når det gælder motivation. Det er kun de økonomiske, som er blevet gennemgået i det juridiske kapitel, fordi de ikke kun er de eneste der lovgivet om, men også de eneste der overskueligt *kan* lovgives om. I stedet for at give incitamentsaflønning, som i stor grad har kunnet misbruges tidligere, skulle virksomhederne i stedet bruge pengene på at indrette virksomheden og arbejdsopgaverne, så de giver medarbejderne større tilfredsstillelse på de områder, hvor medarbejderne har behov for det. Hvis vi forholder os til Maslows behovspyramide, så er det sjældent, at virksomhedsledere ikke har de basale behov opfyldt. Det betyder, at de ofte er økonomisk stabile. Ud fra det kan det udledes, at penge ikke vil have lige så stor indflydelse på deres motivation som nogle af de højere behov. Der kræves derfor en stor forøgelse i penge for at opnå den samme motivation, som der kunne opnås ved at opfylde de højtstående behov i stedet.

⁶² Maslow (2000, s.308)

⁶³ Maslow (2000, s.309)

9.2. Herzbergs to-faktor teori

9.2.1. Herzbergs oprindelige teori

Frederik Herzberg udviklede i 1959 en såkaldt to-faktor teori (motivations- og vedligeholdelsesfaktorer/hygijne), der vedrører forhold, som motiverer/demotiverer arbejdstagere. Teorien blev udviklet i tiden mellem Maslows behovspyramide (1954) og McGregors Theory X og Theory Y (1960). Vi vil i det efterfølgende først analysere principperne for to-faktor teorien og derefter sammenholde den med Maslows behovspyramide.

Herzbergs teori startede med at teste, om menneskets behov var opdelt i følgende to dele: Et dyrisk behov, hvori man ville undgå smerte, og et menneskeligt behov for at gro mentalt. Herefter blev der gennemført interviews, hvor medarbejdere skulle fortælle om deres gode og dårlige erfaringer på arbejdet. Det blev herefter fortolket. Herzberg kom frem til følgende resultater⁶⁴:

Tabel 4. Motivationsfaktorer kontra vedligeholdelsesfaktorer

Motivationsfaktorer	Vedligeholdelsesfaktorer
Præstation	Virksomhedens politikker og administration
Anerkendelse	Overvågning
Jobbet i sig selv	Løn
Ansvar	Forhold til kollegaer
Forfremmelse	Arbejdsforhold

Ud fra resultaterne kan man se, at motivationsfaktorerne relaterer sig til, hvad medarbejderen laver herunder anerkendelse og præstationer mm. Vedligeholdelsesfaktorerne derimod relaterer sig mindre mod selve jobbet og mere mod miljøet, i hvilket jobbet udføres. Dette indebærer bl.a. de sociale aspekter, arbejdsforholdene og lønnen. Mange af de ovennævnte underfaktorer er set ovenfor, og vil blive sammenholdt med Maslows teori nedenfor.

Motivationsfaktorerne er som udgangspunkt faktorer, som kan forbedre medarbejdertilfredshed. De sørger for, at medarbejderen har mulighed for at vokse og

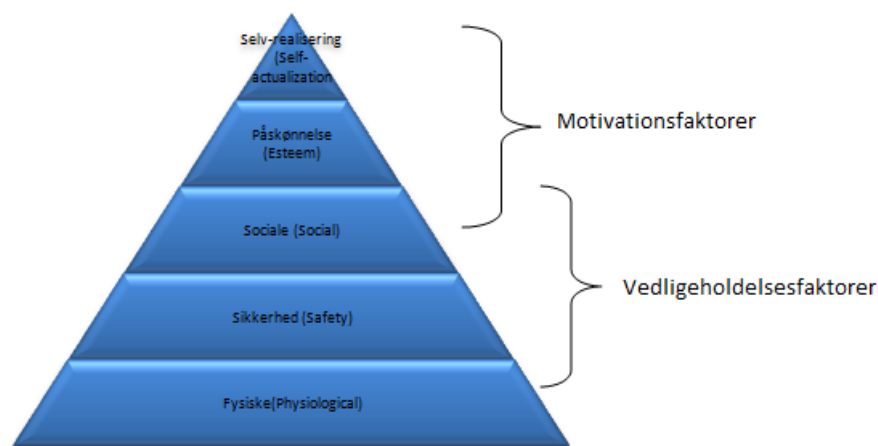
⁶⁴Pugh (1997, s.371)

dermed opnå tilfredshed i sit arbejde. En mangel på disse vil ikke i sig selv skabe utilfredshed men derimod blot manglende tilfredshed, dermed så at sige et nul-punkt. Vedligeholdelsesfaktorerne er derimod de faktorer, som medarbejderen som udgangspunkt forventer er opretholdt ved sit arbejde. Det kan indebære, at lønnen er den rigtige størrelse, at den bliver udbetalt rettidigt, ligesom kravene om de rigtige arbejdsforhold, redskaber og øvrige forudsætninger er til stede. En mangel på disse vil skabe utilfredshed med jobbet. Hvis disse er opfyldt, vil de modsat motivationsfaktorerne ikke i sig selv skabe tilfredshed. Det beror på, at medarbejderen har en forventning om, at disse er i orden, for at denne kan arbejde, og en mangel på dette vil skabe utilfredshed⁶⁵. Modsat Maslows behovspyramide er Herzberg af den overbevisning, at enhver af de faktorer, som falder ind under enten motions- eller vedligeholdelsesfaktorer, kan gøre sig gældende for medarbejderens motivation, uanset om andre faktorer er opfyldt.

9.2.2. Maslow og Herzberg

Som tidligere nævnt er Maslows og Herzbergs faktorer relativt sammenlignelige. Det er vist i figuren nedenfor:

Figur 3. Maslow og Herzberg



Hvor Maslow foreslog, at de nederste trin i hans pyramide var de trin, som tidligst kunne motivere, så kan vi uddrage fra Herzbergs analyse, at disse ikke i sig selv motiverer men blot undlader at demotivere, såfremt de er opfyldt. Det bringer validitet til begge

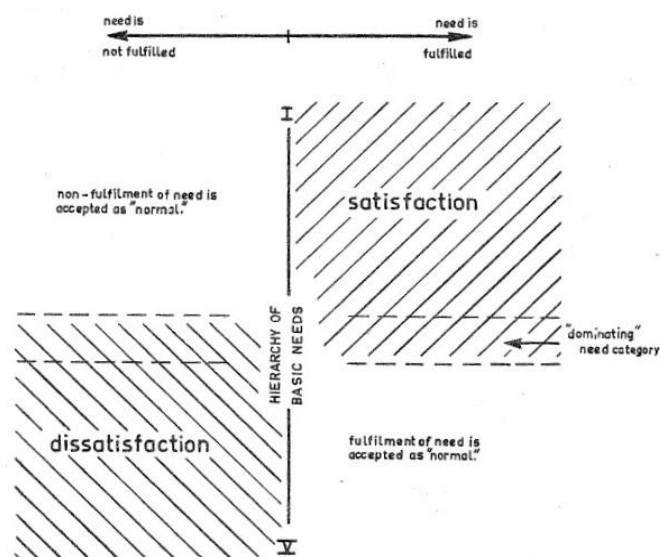
⁶⁵ Pugh (1997, s.373)

undersøgelser, at der synes at være et stort sammenfald mellem de to forklaringsmekanismer, selvom begge har været kritiseret for ikke at inddrage hverken den individuelle arbejdstagers personlighed/præferencer ej heller at tage højde for eventuelle kulturelle forskelle.

Selv om de to teorier afskiller sig i forholdet omkring, hvorvidt pyramidens nederste trin faktisk motiverer, så kan en anderledes fortolkning måske bringe os nærmere det rigtige svar.

Da alle medarbejderne i Herzbergs undersøgelse var ansatte på det pågældende tidspunkt, vil de med Maslows teori allerede have opnået cirka det tredje trin i pyramidens. Det betyder, at de, selvom de ikke vil gå et trin ned også i Maslows teori, kun vil blive motiveret af de ovenstående trin og blive demotiveret, såfremt et af de underliggende trin skulle forsvinde. Det ovenstående kan skildres på følgende måde i et diagram⁶⁶:

Figur 4. Herzberg og Maslow



Det kan ses, at Maslows 5 trin er afbilledet på Y-aksen og tilfredshed på X-aksen. I midten er den kategori, som svarer til det trin på Maslows pyramide, hvortil individets nuværende dominerende behov ligger. Hvis individet får opfyldt behov, der ligger over det dominerende behov, vil det medføre mere tilfredshed, men manglende opfyldelse vil ikke

⁶⁶ Huizinga (1970, s.82)

have indflydelse på tilfredshed. På samme måde vil manglen på opfyldelse af behov på lavere et trin end det dominerende behov skabe utilfredshed, og såfremt de lavere trin er opfyldt, vil det blot skabe en status quo situation.

Der kan derfor bygges videre på konklusionen fra Maslows teori. Såfremt ledere bliver betalt mere, vil både Maslow og Herzbergs teori konstatere, at da behovet for dette allerede er opfyldt, vil det i sig selv ikke give meget øget motivation til at arbejde i forenelighed med virksomhedens interesser, men det vil skabe manglende incitamenter, såfremt lønningen blev reduceret. Det er derfor vigtigt, at identificere det niveau/pyramidetrin som den pågældende leder/medarbejder er på, for så derefter at fastholde de underliggende niveauer. Derefter skal medarbejderen have en mulighed for at opnå højere tilfredshed og motivation ved at stige i niveau på pyramiden, sådan at det skaber forenelige incitamenter med virksomheden.

10. INCITAMENTS AFLØNNINGSINSTRUMENTER

Nærværende afsnit indeholder en grundlæggende gennemgang og analyse af de fordele og ulemper, der opstår ved brug af incitamentsaflønningsinstrumenter. Der vil i den forbindelse tages udgangspunkt i de mest anvendte aflønningsformer, som hidtil er blevet anvendt som motivationsfaktor til ledende medarbejdere i den finansielle sektor, hvorfor en grundlæggende analyse og beskrivelse af instrumenternes egenskaber og afkast derfor er nødvendig.

I forlængelse med PA-teorien behandlet ovenfor vil der blive redegjort for de fordele og ulemper samt praktiske problemer, der er forbundet med henholdsvis aktiebaserede aflønning og bonusordninger. Derudover vil der fokuseres på de kriterier, som danner grundlag for udarbejdelsen og tilrettelæggelsen af incitamentsprogrammer, som skal sikre interessesammenfaldet mellem de ledende medarbejdere og aktionærerne.

Som subsidier bemærkning skal det nævnes, at nedenstående beskrivelser og analyser af de respektive instrumenter tager udgangspunkt i et økonomisk begrebsapparat.

10.1. Aktieoptioner

I forbindelse med sammensætningen af en ledelses lønpakke kan en del af aflønningen være baseret på et incitamentsprogram i form af en optionsordning, herunder

aktieaflønning. Den mest anvendte form for aktieaflønning i Danmark er aktieoptioner⁶⁷, hvor den ansatte på et fremtidigt tidspunkt får en rettighed til at købe (call option) eller sælge (put option) eksisterende aktier til en på forhånd fastsat kurs.

Aktieoptioner defineres som, *"en ret, men ikke en pligt til på et fremtidigt tidspunkt eller i en afgrænset periode at købe eller sælge en given mængde eksisterende aktier til en forudbestemt pris"*⁶⁸. Med andre ord betyder det, at såfremt indehaveren af optionen udnytter sin købsret, vil det udstedende selskab være forpligtet til at overdrage det fastsatte antal aktier til den på forhånd fastsatte pris.

Det teoretiske tillokkende ved anvendelsen af aktieoptioner er, at fortjenesten er tilknyttet udviklingen i virksomhedens aktiekurs og dermed aktionærernes tilfredshedsgrad. Således er det direktionen selv, der bestemmer kriteriefunktionerne for værdiskabelsen, hvilket adskiller aktieoptioner og optioner i øvrigt fra andre klassiske incitamentsaflønningsinstrumenter herunder bonusordninger m.v. Således vil optionsindehaveren kun vælge at udnytte optionen, såfremt kursen på den underliggende aktie overstiger udnyttelseskursen, hvilket i litteraturen har benævnelsen "in the money". Hvis kursen derimod er lavere (out of the money) end udnyttelseskursen, vil tegningsretten ikke blive udnyttet, fordi optionsindehaveren kan købe en tilsvarende aktie til en lavere kurs

Der opstår således to måder, hvorpå optionsindehaveren kan realisere sin optionsaftale, dels ved faktisk levering eller dels ved differenceudregning af den underliggende aktie.

I tilfældet af faktisk levering skal optionsindehaveren betale udnyttelseskursen til optionsudsteder, hvorved optionsudsteder følgelig er forpligtet til at levere aktien til optionsindehaveren. I modsætning hertil kan optionsaftaler også realiseres ved hjælp af differenceudregning, hvor indehaveren af en aktieoption ved udnyttelsestidspunktet kan vælge at få forskellen mellem markedskursen på den underliggende aktie og udnyttelseskursen udbetalt frem for at købe aktien.

Den primære fordel for ledelsen ved at have en købsoption frem for at eje en aktie, består i at ledelsens tabsrisiko, herved vil være markant mindre end aktionærens, samtidig med at muligheden for gevinst er identisk. Fra aktionærernes synspunkt sikrer aktieoptioner og optionsinstrumenter i øvrigt en gensidig interesse for skabelsen af "shareholder value"

⁶⁷ Bechmann, Ken L. & Raballe, Johannes (2010, s. 1-9)

⁶⁸ Banner-Voigt, Rasmussen (2009, s. 33)

mellem ledelsen og aktionærerne. Dog kan dette instrument også have en negativ effekt, fordi denne kan resultere i, at ledelsen bliver unødvendig risikovillig.

10.2. **Aktieerhvervelse/tildeling**

Som det kort blev nævnt ovenfor, omhandler aktieerhvervelse den situation, hvor ledelsen køber aktier i det finansielle selskab, hvorved ledelsen bliver medejer af selskabet. Fordelen ved denne aflønningsform er, at den skaber et interessesammenfald mellem ledelsen og aktionærerne, idet lønnens størrelse tilknyttes selskabets aktiekurs. Modtageren af aktierne erhverver disse til enten markedskurs eller favørkurs alt afhængigt af aftale. I modsætning til aktieoptioner begrænses risikoen for, at ledelsen bliver unødvendig risikovillig, eftersom maksimalprisen er fastsat til den aktuelle markedskurs. Med andre ord har ledelsen med denne aflønningsform investeret kapital i selskabet, som med en hvis sandsynlighed vil undgå alt for risikofyldte projekter. Har ledelsen købt aktien til markedskurs, kan det imidlertid diskuteres, hvorvidt aktieerhvervelsen udgør en decideret aflønningsform eller blot et incitament for ledelsen til at agere i aktionærernes interesse.

Ved aktietildeling modtager ledelsen aktier fra selskabets egen aktiebeholdning uden, at disse skal betale et vederlag herfor. Herved bliver modtageren medejer uden at foretage nogen reel investering i det finansielle selskab. Det kan bevirke, at ledelsen bliver mere risikovillig, idet der opstår en situation, hvor ledelsen ikke har noget at tabe. Som det var tilfældet ovenfor, skabes der herved en gensidig interesse i skabelsen af shareholder value mellem direktionen og aktionæren, hvilket alt andet lige må betragtes som en fordel.

10.3. **Warrants**

Warrants også kaldet aktietegningsoptioner er en aktietegningsret, der giver direktionen *"ret men ikke en pligt til på et fremtidigt tidspunkt eller i en fremtidig periode at nytegne en given mængde aktier i det udstedende finansielle selskab til en på forhånd fastsat pris, herunder tegningskurs"*⁶⁹.

⁶⁹ Banner-Voigt & Rasmussen(2009, s.34)

Som det ses af ovenstående definition, minder warrants i høj grad om aktieoptioner, hvorfor nærværende afsnit kun vil gennemgå forskellene her imellem.

Ved udnyttelsen af en warrant sker der en kapitalforhøjelse i det finansielle selskab, hvorved selskabet er forpligtet til at udvide aktiekapitalen og udstede nye aktier. Kapitalforhøjelsen er således den grundlæggende forskel på aktieoptioner og warrants, fordi tegningsretten ved en warrant er til nytegning. Ledelsens fortjeneste ved en warrant er altså den samme som ved aktieoptioner, dvs. differencen mellem den aktuelle aktiekurs og optionens forudbestemte udnyttelseskurs.

Yderligere afviger en warrant ved, at de ikke kan medføre en salgsrettighed, ligesom det ikke er muligt for kontant differenceafregning, som det var tilfældet ved optioner.

Prisdannelsen på en warrant sker efter samme retningslinjer som anført ovenfor om optioner. Dog er der en central forskel i forholdt til optioner, idet udnyttelsen af en warrant forøger det samlede antal af udestående aktier og selskabet egenkapital. Tegner indehaveren af en warrant fx aktier til en kursværdi, der er lavere end selskabets aktiekurs på tegningstidspunktet, vil der overføres værdi fra de hidtidige aktionærer til de nye aktionærer. Således vil de nye aktionærer få en andel af selskabets aktiver uden at erlægge den fulde markedspris herfor. Det vil medføre, at aktiekursen efter en tegning alt andet lige vil være lavere end aktiekursen før tegningen.

10.4. Fantomaktier

Fantomaktier tillægger i modsætning til aktieoptioner og warrants ikke indehaveren ret til at købe aktier i selskabet. Fantomaktier defineres i nærværende sammenhæng som "*en aftale, hvori afkastet af en given aktie kopieres*⁷⁰". Med andre ord indgår det finansielle selskab en bonusaftale med ledelsen om at tildele en fantomaktie, hvori aftalen tager udgangspunkt i en kopi af en eksisterende aktie. Ved tildelingen af en fantomaktie til ledelsen opnår denne ikke ejerskab i selskabet, eftersom ledelsen ikke tildeles en tegningsret. Selvom ledelsen ikke modtager aktier, har tildelingen midlertidig samme incitamentsgrundlag for ledelsen som en aktieoption, idet det endelige afkast er identisk. Hvis ledelsen udnytter sin fantomaktie, får den på udnyttelsestidspunktet en

⁷⁰ Banner-Voigt & Rasmussen(2009, s.38)

kontantafregning svarende til kursudviklingen af den underliggende aktie, hvorved fantomaktier kan sidestilles med en bonusaflønning baseret på udviklingen i aktiekursen. Således sikrer fantomaktier interessesammenfaldet mellem ledelsen og aktionærerne, idet der tages udgangspunkt i udviklingen af aktiekursen, uden at ledelsen bliver reel medejer af selskabet.

10.4.1. Konvertible obligationer

En konvertibel obligation kan betragtes som et instrument, der er sammensat af to forskellige dele herunder en rentebærende obligation og en konverteringsret (warrant). Konverteringsretten giver indehaveren *"en ret men ikke en pligt til på et fremtidigt tidspunkt eller periode at konvertere obligationen til nytegnede aktier i selskabet til en nærmere bestemt kurs (udnyttelseskurs), hvilket også kan være pari"*⁷¹. Konstruktionen heraf indeholder derfor både et lånearrangement og en aktietegningsret, hvorved modtageren af de konvertible obligationer låner selskabet kapital, hvilket kræver både risikovillighed og en finansieringsforpligtelse. Til gengæld får ledelsen muligheden for at udnytte differencen mellem den aftalte udnyttelseskurs og aktiekursen ved udnyttelsen. Fortjeneste er den samme som ved optioner og warrants, dvs. forskellen mellem udnyttelseskursen og den aktuelle aktiekurs. Vigtigt er det i denne sammenhæng at nævne, at konvertible obligationer således tilskynder ledelsen til at yde en ekstra indsats for skabelsen af shareholder value.

10.5. Bonusordninger

Som alternativ til ovenstående aflønningsinstrumenter, hvor ledelsens fortjeneste har været afhængig af udviklingen i selskabets aktiekurs, kan der tilsvarende anvendes forskellige former for bonusordninger. Bonusordningerne kan fx tage udgangspunkt i nogle på forhånd definerede mål som omsætningen, omkostningsbesparelser og lign. Et generelt problem ved bonusordninger knyttet til bestemte målsætninger er, at ledelsen ikke nødvendigvis vil prioritere virksomhedens succes men i derimod fokuserer på at efterleve de forudbestemte mål, hvilke på langt sigt ikke vil gavne virksomheden.

⁷¹ Banner-Voigt & Rasmussen(2009, s.36)

11. UNDERSØGELSE AF DEN DANSKE BANKSEKTOR UNDER KRISEN.

Vi vil nu foretage en analyse af incitamentsaflønning i den danske banksektor før og under krisen. På denne baggrund vil vi påvise, om der er en sammenhæng mellem et dansk pengeinstitut og størrelsen/tilstedeværelsen af incitamentsaflønning. Vi har valgt at foretage analysen på baggrund af information fra årsrapporter fra de finansielle virksomheder.

Analysen vil bero på en gennemgang af forholdet mellem størrelsen på incitamentsaflønningen og egenkapitalens forretning før skat i procent. Vi har til denne analyse valgt at sammenholde følgende to typer pengeinstitutter:

- 8 Pengeinstitutter som er underlagt FS.
- 8 Pengeinstitutter som ikke er underlagt FS (kontrolgruppe).

Ved at foretage denne sontring vil vi undersøge, hvorvidt der er sammenhæng mellem incitamentsaflønningens størrelse på tværs af alle pengeinstitutterne og virksomhedens indtjening. Vi vil efterfølgende analysere og fremhæve, hvorvidt strategien for pengeinstitutterne og kontrolgruppen har været differentieret op til deres kollaps.

11.1. Indledning til analysen

Der vil i det efterfølgende blive foretaget analyser, der sammenholder de finansielle virksomheder, der er underlagt FS, og virksomheder som ikke er. Terminologien og symbolerne vil derfor kort blive gennemgået.

Da vi som ovennævnt har to datasæt, vil symbolerne ofte få tilføjet beskrivelsen enten $_{fin}$ eller $\%_{fin}$. Det vil indikere, at symbolet er beregnet på baggrund af datasættet for enten virksomhederne underlagt FS ($_{fin}$) eller på baggrund af datasættet for virksomheder, som ikke er underlagt FS ($\%_{fin}$).

Alle de nedenstående hypotesetest er foretaget som dobbeltsidede (to halede) test. Det er gjort for at teste om vores $H_0 = H_1$ i stedet for blot at teste om $H_0 > H_1$ eller $H_0 < H_1$. Det vil blive beskrevet i hypoteseprøvningen, hvordan der tages højde for det i de enkelte tilfælde.⁷²

⁷² Andersen *et al.* (2001, s.184-185)

Hypoteserne vil opstilles, således der er en H_0 hypotese og en H_1 hypotese. H_0 hypotesen er den, vi antager er sand, indtil vi via den statistiske test bliver signifikant overbevist om noget andet.⁷³ H_1 hypotesen foreligger mulighederne for alternativet til H_0 .⁷⁴

Betegnelsen " σ^2 " er defineret som værende variansen i en normalfordeling. Det betyder, at σ^2 kan bruges som spredningsmål for hele populationen. μ er defineret som middelværdien i normalfordelingen. Den bruges derfor som positions mål for hele populationen.⁷⁵

Betegnelsen "fg" er forkortelsen for frihedsgrader. Ved beregning af s bruges antallet af frihedsgrader, og de viser antallet af observationer, der kan variere, når $\bar{x}$ kendes. Når s og t skal beregnes, defineres antallet af frihedsgrader ved $n-1$.⁷⁶

Det græske bogstav α bruges til at betegne signifikansniveauet/testniveauet. Signifikansniveauet beskriver niveauet af signifikanssandsynligheden, som vi vil acceptere for, at H_0 ikke forkastes. Hvis Signifikanssandsynligheden er mindre end dette, vil H_0 forkastes.⁷⁷

$P(T \leq t)$ to-halet er Excels variabel for signifikanssandsynligheden ofte betegnet p. Under forudsætningen af at H_0 er sand, viser signifikanssandsynligheden sandsynligheden for "at observere en forskel mellem data og nulhypotese af mindst samme størrelse som den observerede forskel"⁷⁸. Det betyder, at den reelt viser sandsynligheden for, at de observerede afvigelser fra nulhypotesen er fremkommet tilfældigt. Vi kan derfor efterfølgende konkludere, at jo mindre signifikanssandsynligheden er, jo mindre understøttes H_0 af data, og derfor vil man være mere tilbøjelig til at afvise H_0 .⁷⁹ Hvis signifikanssandsynligheden bliver mindre end α , forkastes H_0 .

⁷³ Bøye. (2004, s.65)

⁷⁴ Andersen *et al.* (2001, s.181)

⁷⁵ Andersen *et al.* (2001, s.38 og 92) og Bøye. (2004, s.16)

⁷⁶ Bøye. (2004, s.60)

⁷⁷ Andersen *et al.* (2001, s.192)

⁷⁸ Andersen *et al.* (2001, s.182)

⁷⁹ Andersen *et al.* (2001, s.182)

F/t-stat er begge værdier for teststørrelsen i hhv. F-fordelingen og i t-fordelingen. En teststørrelse angiver forskellen mellem vores datasæt, og hvad der forventes under H_0 . Det betyder, at jo større teststørrelsen er, jo mindre understøttes H_0 af data.⁸⁰ Teststørrelsen skal sammenlignes med den kritiske værdi, som forklares nedenfor.

F-kritisk to-halet/ t-kritisk to-halet er de kritiske værdier i hhv. f-fordelingen og t-fordelingen. I vores hypoteseprøvelser opdeles teststørrelsens variationsområde i et acceptområde og et forkastelsesområde. Den kritiske værdi betegner den mindste værdi teststørrelsen, som må antages, før H_0 forkastes.⁸¹

Betegnelsen "n" udgør stikprøvestørrelsen eller antal observationer.

11.2. Egenkapitalens forrentning og variabel aflønning på tværs af testgrupperne

Efter at have defineret den efterfølgende terminologi vil vi nu sammenholde henholdsvis egenkapitalens forrentning og den variable aflønning i de to grupper. Det vil ske ved at teste, hvorvidt variansen og middelværdien for de to observationer er signifikant forskellige.

Alle observationerne er indhentet fra et udpluk af virksomheder i den danske finanssektor, og det antages at observationerne er af uafhængige stokastiske variable fra samme normalfordeling med samme middelværdi og varians.

Tre observationer er fjernet på grund af deres ekstreme værdier⁸². Dette grundet datasættets begrænsede størrelse, og at disse udfald ikke formodes at være repræsentative for populationen. Observationerne er fjernet, da de som udgangspunkt afspejlede resultater, der lå mere end 2 gange så højt som den nærmeste lignende observation.

11.2.1. Egenkapitalens forrentning hypotese 1: Ens varians

Da observationerne er indsamlet, vil det nu blive beregnet, hvorvidt de to forskellige virksomheders aflønning og resultater signifikant adskiller sig fra hinanden.

⁸⁰ Andersen *et al.* (2001, s.182)

⁸¹ Andersen *et al.* (2001, s.193)

⁸² Se bilag 4

I vores første test skal det hypoteseprøves, hvorvidt variansen for egenkapitalens forrentning i de to datasæt kan antages at være ens. Det gør vi ved at opstille 2 hypoteser. H_0 hypotesen antager, at de to varianser er ens, og H_1 hypotesen antager varianserne er forskellige.

$$\begin{aligned} \text{Hypotese: } H_0 : \sigma_{fin}^2 &= \sigma_{\%fin}^2 \\ H_1 : \sigma_{fin}^2 &\neq \sigma_{\%fin}^2 \end{aligned}$$

Vi forudsætter som nævnt ovenfor, at dataen er normalfordelt, og at de to fordelinger er uafhængige. α bestemmes til 0,05, ligesom testen er dobbeltsidet.

Nedenfor ses et udprint af informationen udregnet af Excel.

Tabel 5. F-test, dobbelt stikprøve for varians udregnet i Excel

<i>Egenkapitalens forrentning</i>	<i>FIN</i>	<i>%FIN</i>
Middelværdi	-0,084825	0,06237931
Varians	0,246594615	0,04171503
Observationer	20	29
Fg	19	28
F	5,911409322	
P(F<=f) en-halet	1,43066E-05	
F-kritisk en-halet	1,972026525	

Efter der er foretaget en analyse i Excel, kan det observeres, at både middelværdien, variansen og frihedsgraderne er oplyst. For at kunne forkaste eller bekræfte hypotesen, skal vi sammenholde signifikansniveauet med signifikanssandsynligheden og teststørrelsen med den kritiske værdi.

Da denne F-test desværre ikke udregnes for dobbeltsidede test, skal der både for signifikanssandsynligheden og F-kritisk værdien foretages yderligere udregninger.

For at beregne den kritiske værdi manuelt skal man bruge følgende formel, hvor f_1 og f_2 er frihedsgraderne, som er oplyst ovenfor. $F - \text{kritisk} = F_{1-(\alpha/2)}(f_1, f_2) = F_{0,975}(19,28) = 2,25$.

Signifikanssandsynligheden er kun beregnet på baggrund af en enkeltsidet test, og vi fordobler derfor værdien i forbindelse med en dobbeltsidet test. $P(F \leq f) \text{ to-halet} = 0,0000286$.

Ud fra disse oplysninger kan vi konkludere følgende:

- Teststørrelsen er større end den kritiske værdi ($F = 5,9114 > F\text{-kritisk to-halet} = 2,25$)
- Signifikanssandsynligheden er større end signifikansniveauet ($P(F \leq f) \text{ to-halet} = 0,0000286 < \alpha = 0,05$).

Det betyder jf. ovenstående, at H_0 kan forkastes, og varianserne er derfor forskellige. Konklusionen er signifikant idet P-værdien i høj grad nærmer sig 0 og dermed ikke nærmer sig niveauet på 0,05, hvor den kan accepteres.

11.2.2. Egenkapitalens forrentning hypotese 2: Ens middelværdi

Vi tester nu, om egenkapitalens forrentning for de 2 datasæt kan antages at have samme middelværdi.

Det gør vi ved at opstille 2 hypoteser. H_0 hypotesen antager, at de to middelværdier er ens, og H_1 hypotesen antager, at middelværdierne er forskellige.

$$\begin{aligned} \text{Hypotese: } H_0 : \mu_{fin} &= \mu_{\%fin} \\ H_1 : \mu_{fin} &\neq \mu_{\%fin} \end{aligned}$$

Vi foretager en dobbeltsidet test, hvor datasættene igen forudsættes at være normalfordelte og uafhængige. α bestemmes til 0,05.

I forbindelse med testen runder Excel antallet af frihedsgrader op/ned til nærmeste hele grad. Det antages, at dette ikke har indvirkende indflydelse på resultatet.

Tabel 6. T-test, to stikprøver med forskellig varians udregnet i Excel

Egenkapitalens forrentning	FIN	%FIN
Middelværdi	-0,084825	0,06237931
Varians	0,246594615	0,04171503
Observationer	20	29
Fg	23	-
t-stat	1,254533489	
P(T<=t) to-halet	0,222247762	
t-kritisk to-halet	2,06865761	

Da begge stikprøver er under $n=30$, bruger vi en t-fordeling. Testen foretages på baggrund af stikprøver med forskellig varians (som fastslået ovenfor).

Ud fra disse oplysninger kan vi konkludere følgende:

- Teststørrelsen er mindre end den kritiske værdi ($t\text{-stat} = -1,2545 < t\text{-kritisk to-halet} = 2,07$)
- Signifikanssandsynligheden er større end signifikansniveauet ($P(T \leq t)$ to-halet = $0,2222 > \alpha = 0,05$).

Vi accepterer derfor H_0 hypotesen, og det kan derfor ikke afvises, at middelværdien for de to fordelinger er ens. Da $p\text{-værdien}=0,2222$ er konklusionen i nogen grad signifikant.

Efter vores to første hypoteser kan det derfor konkluderes, at variansen (spredningsmål) for egenkapitalens forretning for hhv. virksomhederne underlagt og ikke underlagt FS ikke er ens. Det kan modsætningvis konkluderes, at middelværdien for egenkapitalensforrentning i de to forskellige sæt virksomheder ikke kan afvises at være ens.

11.2.3. Variabel aflønning Hypotese 1: Ens varians

I vores tredje test skal det hypoteseprøves, hvorvidt variansen for den variable aflønning i de to datasæt kan antages at være ens. Det gør vi ved at opstille 2 hypoteser. H_0 hypotesen antager, at de to varianser er ens, og H_1 hypotesen antager, at varianserne er forskellige.

$$\begin{aligned} \text{Hypotese: } H_0 : \sigma_{fin}^2 &= \sigma_{\%fin}^2 \\ H_1 : \sigma_{fin}^2 &\neq \sigma_{\%fin}^2 \end{aligned}$$

Vi foretager en dobbeltsidet test, hvor datasættene igen forudsættes at være normalfordelte og uafhængige. α bestemmes til 0,05.

Tabel 7. F-test, dobbelt stikprøve for varians udregnet i Excel

Variabel aflønning	FIN	%FIN
Middelværdi	0,37142312	0,158839
Varians	0,292917534	0,08672
Observationer	20	29
fg	19	28
F	3,377719888	

P(F≤f) en-halet	0,001768601
F-kritisk en-halet	1,972026525

Vi foretager først en analyse i Excel. Da testen er dobbeltsidet, skal vi igen udregne F-kritisk to-halet og P(F≤f) to-halet. P(F≤f) to-halet = 0,003537 og F-kritisk to-halet_{0,975(19,28)=2,25}.

Ud fra disse oplysninger kan vi konkludere følgende:

- Teststørrelsen er større end den kritiske værdi (F = 3,3778 > F-kritisk to-halet = 2,25)
- Signifikanssandsynligheden er større end signifikansniveauet (P(F≤f) to-halet = 0,003537 < α = 0,05).

Det betyder jf. ovenstående, at H₀ kan forkastes, og varianserne er derfor forskellige. Konklusionen er signifikant, da P-værdien i høj grad nærmer sig 0 og dermed ikke nærmer sig niveauet på 0,05, hvor den kan accepteres.

11.2.4. Variabel aflønning Hypotese 2: Ens middelværdi

Vi tester nu, om den variable aflønning for de 2 datasæt kan antages at have samme middelværdi.

Det gør vi ved at opstille 2 hypoteser. H₀ hypotesen antager, at de to middelværdier er ens, og H₁ hypotesen antager, at middelværdierne er forskellige.

$$\begin{aligned} \text{Hypotese: } H_0 : \mu_{fin} &= \mu_{\%fin} \\ H_1 : \mu_{fin} &\neq \mu_{\%fin} \end{aligned}$$

Vi foretager en dobbeltsidet test, hvor datasættene igen forudsættes at være normalfordelte og uafhængige. α bestemmes til 0,05. I forbindelse med testen runder Excel antallet af frihedsgrader op/ned til nærmeste hele grad. Det antages, at dette ikke har indvirkende indflydelse på resultatet.

Tabel 8. T-test, to stikprøver med forskellig varians udregnet i Excel

Variabel aflønning	Fin	%FIN
Middelværdi	0,37142312	0,158838559
Varians	0,292917534	0,086720493

Observationer	20	29
Hypotese for forskel i middelværdi	0	
fg	27	
t-stat	1,600769266	
P(T<=t) to-halet	0,121065246	
t-kritisk to-halet	2,051830516	

Da begge stikprøver er under $n=30$ bruger vi en t-fordeling. Testen foretages på baggrund af stikprøver med forskellig varians (som fastslået ovenfor).

Ud fra disse oplysninger kan vi konkludere følgende:

- Teststørrelsen er mindre end den kritiske værdi ($t\text{-stat} = 1,6008 < t\text{-kritisk to-halet} = 2,0518$)
- Signifikanssandsynligheden er større end signifikansniveauet ($P(T \leq t) \text{ to-halet} = 0,1211 > \alpha = 0,05$).

Vi accepterer derfor H_0 hypotesen, og det kan derfor ikke afvises at middelværdien for de to fordelinger er ens, da p-værdien $= 0,1211$ er konklusionen i nogen grad signifikant.

Efter vores to sidste hypoteser kan det ligeledes konkluderes, at variansen (spredningsmål) for den variable aflønning for hhv. virksomhederne underlagt og ikke underlagt FS ikke er ens. Det kan modsætningvis konkluderes, at middelværdien for den variable aflønning i de to forskellige sæt virksomheder ikke kan afvises at være ens.

11.2.5. **Forskel mellem virksomheder underlagt og ikke underlagt FS**

Vi vil nu gennemgå, hvilke konklusioner der kan drages ud fra de ovenstående hypoteser. For at gøre dette er resultaterne blevet samlet i skemaet nedenfor.

Tabel 9. Oversigt for egenkapitalens forrentning af variabel aflønning i perioden 2006 til 2009.

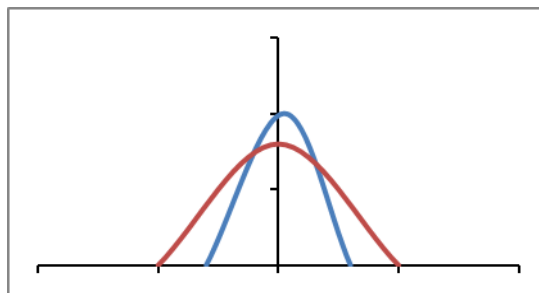
Test	Ens varians?	Ens middelværdi?
Egenkapitalens forrentning i perioden 2006-2009	Forkastet	Accepteret
Variabel aflønning i perioden 2006-2009	Forkastet	Accepteret

Ved hjælp af de ovenstående informationer vil vi udlede, hvorvidt strategierne for de to grupper af virksomheder har været forskellige, og hvorvidt dette har været optimalt.

Vi kan ud fra ovenstående konkludere, at for både egenkapitalens forrentning og variabel aflønning i de 2 grupper er der sammenfald i deres middelværdi. Det modsatte synes at være tilfældet for variansen. Ved at se nærmere på tallene kan vi se, at det i begge tilfælde er selskaberne, der er underlagt FS, der har den største varians.

Det betyder, at selvom både den gennemsnitlige forrentning af egenkapital og variabel aflønning ikke kan siges at være signifikant forskellige, så har fordelingen været bredere spredt omkring middelværdien i selskaberne underlagt FS end kontrolgruppen⁸³. En sådan fordeling kan bl.a. repræsenteres ved nedenstående figur 5.

Figur 5 Illustration af lignende middelværdi og forskellig varians



Kilde: Egen tilvirkning.

Det må derfor formodes, at ledelsen i de virksomheder, som nu er underlagt FS, i højere grad varierede deres aflønninger, således at den blev meget stor ved opnåelse af gode resultater og meget lille ved opnåelse af dårlige resultater. Da det stadigvæk har medført den samme forrentning og variabel aflønning i gennemsnit som i kontrolgruppen, vil vi i det efterfølgende afsnit se nærmere på, om dette har været en god strategi. Det må antages, at der i virksomhederne under FS er taget højere risici, således at der både har været rigtig gode og rigtig dårlige resultater sammenlignet med kontrolgruppen. I perioder med højkonjunktur vil det højst sandsynligt medføre store udbetalinger og gode resultater, men når vi ser på en kriseperiode, som den der analyseres her, kan det medføre store udsvingning i resultatet. Det er netop den type risici, den nye lovgivning kan være med til at begrænse.

⁸³ Andersen et al (2001, s.96)

11.3. Empirisk analyse af korrelationen mellem aktiekurserne for institutioner underlagt og ikke underlagt Finansiell Stabilitet

Som det fremgår ovenfor, har vi taget udgangspunkt i 16 forskellige finansielle institutioner, hvoraf halvdelen er placeret under Finansiell Stabilitet A/S. I nærværende afsnit vil vi derfor analysere, hvorvidt der er korrelation imellem aktiekurserne for henholdsvis de institutioner, der er underlagt FS kontra dem, der ikke er underlagt FS med aktiekurserne på det generelle marked. Vi har i den forbindelse anvendt OMX C20 indekset. Alle relevante aktiekurser er indhentet fra henholdsvis Datastream og Euroinvester for perioden 2006 til 2009 og til dagskurser. Da alle disse 16 finansielle institutioner imidlertid ikke er eller har været børsnoteret, har vi været nødsaget til at sortere de institutioner fra, som ikke er eller har været børsnoteret, hvilket, som følge heraf, har mindsket datasættet til følgende 8 finansielle institutioner.

Tabel 10. Oversigt over børsnoterede finansielle virksomheder som er underlagt FS kontra ikke underlagt FS

Underlagt FS	Ikke underlagt FS
Amagerbanken	Vestjysk Bank
Fionia Bank	Sparekassen Faaborg
EBH Bank	Sparekassen Hvetbo
Roskilde Bank	Lollandsbank

Kilde: egen tilvirkning.

På trods af denne indskrænkning er det forudsat, at analysen stadig indeholder tilstrækkelig mængde data, idet datamængden består af observationer spredt ud på daglige kursændringer for en 4-årig periode.

Ved ovenstående fremgangsmåde vil vi være i stand til at kunne beregne de historiske aktieafkast i perioden 2006 til 2009, for derefter af kunne estimere beta-værdierne for samme periode. Dernæst vil vi teste, hvorvidt variansen og middelværdien for beta-værdierne i de to grupper er signifikant forskellige. På baggrund af disse resultater vil vi kunne indikere, hvorvidt aktierne i de finansielle institutioner, der er FS, har en højere volatilitet end aktierne i de resterende finansielle institutioner, som ikke er underlagt FS.

11.3.1. Beregning af betaværdier

Til brug for vores analyse har vi på baggrund af de indhentede aktiekurser i perioden 2006 til 2009 beregnet beta-værdierne herfor, hvilke fremgår af bilag 2. Årsagen hertil er, at en akties beta-værdi betragtes som et udtryk for i hvor høj grad en akties kurs korrelerer med det samlede marked altså OMX C20 indekset. Beta-værdien angiver således, hvor meget aktien i gennemsnit stiger eller falder, når hele aktiemarkedet stiger eller falder. Med reference til afsnittets formål kan man med andre ord sige, at beta-værdien forklarer graden af en akties volatilitet, altså risiko.

Beta-værdien er udregnet ved brug af en regressionsanalyse mellem de historiske afkast på den pågældende aktie mod de historiske afkast på et markedsindeks. Det historiske afkast er beregnet ved hjælp af følgende formel:

$$\frac{\text{Aktie}(\text{dagsværdi}) - \text{Aktie}(\text{gårsdagensværdi})}{\text{Aktie}(\text{gårsdagensværdi})}$$

De historiske aktieafkast for alle de respektive finansielle institutioner i begge grupper er således udregnet. Udregningerne placeret i bilag 3 er sammenholdt med de historiske aktieafkast på OMX C20 indekset. I forsøget på at få en så nøjagtig analyse som muligt er alle dage uden køb af aktier frasorteret, idet det medfører et aktieafkast på nul. Et aktieafkast på nul ville ikke være retvisende, da det blot viser, at den ikke er handlet (fx på grund af at virksomheden ikke er så stor).

Efter at have behandlet samtlige datasæt for alle de respektive finansielle institutioner, foretog vi en regressionsanalyse for alle de fire år, hvilket tilsvarende gav os en række beta-værdier for henholdsvis 2006, 2007, 2008 og 2009. Af analysen fremkom nedenstående beta-værdier:

Tabel 11. Årlige fordelte betaværdier for de respektive finansielle virksomheder

Underlagt FS		
År	Finansielle institutioner	Beta-værdier
2006	Amagerbanken	0,908234338
	Fionia Bank	0,499296596

Ikke underlagt FS		
År	Finansielle institutioner	Beta-værdier
2006	Vestjysk Bank	0,372194846

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable løn i den finansielle sektor.
Af Jonas Rasmussen og Kennie Dyreborg-Kragh

	EBH Bank	0,302230389
	Roskilde Bank	0,181491829
2007	Amagerbanken	0,442259525
	Fionia Bank	0,21045988
	EBH Bank	0,088835746
	Roskilde Bank	0,353125092
2008	Amagerbanken	0,59136533
	Fionia Bank	0,341276328
	EBH Bank	-0,066351464
	Roskilde Bank	-0,042616027
2009	Amagerbanken	0,879824251
	Fionia Bank	N/A
	EBH Bank	N/A
	Roskilde Bank	N/A

**Vægtede beta-
gennemsnit** **0,396096387**

	Sparekassen Faaborg	0,055511579
	Sparekassen Hvetbo	N/A
	Lollandsbank	0,197306396
2007	Vestjysk Bank	0,237684249
	Sparekassen Faaborg	0,120164984
	Sparekassen Hvetbo	N/A
	Lollandsbank	0,073815737
2008	Vestjysk Bank	0,213341831
	Sparekassen Faaborg	- 0,031488305
	Sparekassen Hvetbo	- 0,314566877
	Lollandsbank	0,045194403
2009	Vestjysk Bank	0,294259264
	Sparekassen Faaborg	- 0,081570402
	Sparekassen Hvetbo	0,663259467
	Lollandsbank	- 0,077578203

**Vægtede beta-
gennemsnit** **0,219611065**

Som det ses af vores resultater ovenfor, har henholdsvis Fionia Bank, EBH Bank og Roskilde Bank ingen beta-værdier i 2009. Dette skyldes, at alle nævnte institutioner enten var eller gik konkurs i 2009. Hvad angår Sparekassen Hvetbo, skyldes den manglende beta-værdi i 2006 og 2007, at institutionen ikke var børsnoteret.

I forsøget på at få en så nøjagtig beta-værdi som muligt, er den vægtede beta-værdien beregnet som funktion af de respektive finansielle institutioners størrelse altså den arbejdende kapital. Samme fremgangsmåde er anvendt i begge figurer, og det ses heraf, at den vægtede gennemsnitlige beta-værdi for de finansielle institutioner, der er underlagt FS, er større end den vægtede gennemsnitlige beta-værdi for de finansielle institutioner, der ikke er underlagt FS. Det indikerer, at hver gang markedet bevæger sig i positiv retning, vil afkastet/kursen for virksomhederne underlagt FS stige tilsvarende mere, end dem som ikke er underlagt. Ligeledes vil et fald på markedet også give et større fald for virksomhederne underlagt FS. Man kan derfor konkludere, at den vægtede gennemsnit giver et indtryk af, at virksomhederne underlagt FS har større volatilitet og dermed også har relativt større udsving i deres kurser end virksomhederne, som ikke er underlagt FS.

11.3.2. Betaværdier hypotese 1: Ens varians

I vores 1 test skal det hypoteseprøves, hvorvidt variansen for den betaværdierne i de to datasæt kan antages at være ens. Det gør vi ved at opstille 2 hypoteser. H_0 hypotesen antager, at de to varianser er ens, og H_1 hypotesen antager, at varianserne er forskellige.

$$\text{Hypotese: } \begin{aligned} H_0 : \sigma_{fin}^2 &= \sigma_{\%fin}^2 \\ H_1 : \sigma_{fin}^2 &\neq \sigma_{\%fin}^2 \end{aligned}$$

Vi foretager en dobbeltsidet test, hvor datasættene igen forudsættes at være normalfordelte og uafhængige. α bestemmes til 0,05.

Tabel 12. F-test, dobbelt stikprøve for varians udregnet i Excel

<i>Betaværdier</i>	<i>FIN</i>	<i>%FIN</i>
Middelværdi	0,342894782	0,126252069
Varians	0,094803172	0,055418708
Observationer	13	14
Fg	12	13
F	1,710670936	
P(F<=f) en-halet	0,174880754	
F-kritisk en-halet	2,603660748	

Efter at der er foretaget en analyse i Excel, kan det observeres, at både middelværdien, variansen og frihedsgraderne er oplyst. For at kunne forkaste eller bekræfte hypotesen, skal vi sammenholde signifikansniveauet med signifikanssandsynligheden og teststørrelsen med den kritiske værdi.

Da denne F-test desværre ikke udregnes for dobbeltsidede test, skal der både for signifikanssandsynligheden og F-kritisk værdien foretages yderligere udregninger.

For at beregne den kritiske værdi manuelt skal man bruge følgende formel, hvor f_1 og f_2 er frihedsgraderne, som er oplyst ovenfor. $F\text{-kritisk to-halet}_{0,975}(12,13) = 3,1532$. Signifikanssandsynligheden er kun beregnet på baggrund af en enkeltsidet test, og vi fordobler derfor værdien i forbindelse med en dobbeltsidet test. $P(F \leq f) \text{ to-halet} = 0,3497$.

Ud fra disse oplysninger kan vi konkludere følgende:

- Teststørrelsen er mindre end den kritiske værdi ($F = 1,7107 < F\text{-kritisk to-halet} = 3,1532$)
- Signifikanssandsynligheden er større end signifikansniveauet ($P(F \leq f) \text{ to-halet} = 0,3497 > \alpha = 0,05$).

Det betyder jf. ovenstående, at H_0 ikke kan forkastes, og varianserne er derfor ens. Konklusionen er signifikant idet P-værdien ligger langt over 0,05 niveauet, hvor den ville blive forkastet.

11.3.3. Betaværdier hypotese 2: Ens middelværdi

Vi tester nu, om den variable aflønning for de 2 datasæt kan antages at have samme middelværdi.

Det gør vi ved at opstille 2 hypoteser. H_0 hypotesen antager, at de to middelværdier er ens, og H_1 hypotesen antager, at middelværdierne er forskellige.

$$\begin{aligned} \text{Hypotese: } H_0 : \mu_{fin} &= \mu_{\% fin} \\ H_1 : \mu_{fin} &\neq \mu_{\% fin} \end{aligned}$$

Vi foretager en dobbeltsidet test, hvor datasættene igen forudsættes at være normalfordelte og uafhængige. α bestemmes til 0,05. I forbindelse med at testen runder

Excel antallet af frihedsgrader op/ned til nærmeste hele grad. Det antages, at dette ikke har indvirkende indflydelse på resultatet

Tabel 13. T-test, to stikprøver med ens varians udregnet i Excel

<i>Betaværdier</i>	<i>FIN</i>	<i>%FIN</i>
Middelværdi	0,342894782	0,126252069
Varians	0,094803172	0,055418708
Observationer	13	14
Puljevariens	0,074323251	
Fg	25	
t-stat	2,063172543	
P(T<=t) to-halet	0,049626986	
t-kritisk to-halet	2,059538536	

Da begge stikprøver er under $n=30$, bruger vi en t-fordeling. Testen foretages på baggrund af stikprøver med forskellig varians (som fastslået ovenfor).

Ud fra disse oplysninger kan vi konkludere følgende:

- Teststørrelsen er større end den kritiske værdi ($t\text{-stat} = 2,0632 > t\text{-kritisk to-halet} = 2,0595$)
- Signifikanssandsynligheden er mindre end signifikansniveauet ($P(T \leq t) \text{ to-halet} = 0,0496 < \alpha = 0,05$).

På baggrund heraf kan det konkluderes, at H_0 hypotesen forkastes, hvorfor det kan afvises, at middelværdien for de to fordelinger er ens. Resultatet kan ikke siges at være signifikant, da p-værdien i høj grad nærmer sig α .

Efter vores 2 sidste hypotesetest kan det ligeledes konkluderes, at variansen (spredningsmål) for betaværdierne for hhv. virksomhederne underlagt og ikke underlagt FS, ikke kan afvises at være ens. Det kan modsætningvis konkluderes, at middelværdien for den variable aflønning i de to forskellige sæt virksomheder ikke er ens.

11.3.4. **Forskellen i beta-værdien for institutioner underlagt og ikke underlagt Finansiell Stabilitet**

Den ovenstående analyse kan sammenfattes i den nedenstående tabel 14.

Tabel 14. Sammenfattende resultater for varians og middelværdi

Test	Ens varians?	Ens middelværdi?
Beta-værdi	Accepteres	Forkastes

Ud fra ovenstående kan det konkludere, at variansen for beta-værdierne i de to har signifikant sammenfald. Det modsatte gør sig gældende for middelværdien, om end konklusionen ikke er særlig signifikant. Det skyldes, at såfremt signifikansniveauet var ændret fra blot 0,05 til 0,0496, så havde konklusionen været en anden.

Ikke desto mindre bekræfter resultaterne de tidligere analyser om, at der er større udsving og risiko i resultaterne for virksomhederne, der er underlagt FS. Det ses ovenstående, at det vægtede gennemsnit både er højere for de banker, ligesom det fastslås, at deres middelværdi ikke er signifikant sammenfaldende med kontrolgruppen.

11.4. **Supplerende betragtninger**

Udover de ovenstående statistiske analyser af tallene kan også mere generelle observationer konkluderes.

11.4.1. **Fast aflønning**

Vores analyse har taget udgangspunkt i egenkapitalens forrentning og den variable aflønning i de finansielle selskaber. Vi har konkluderet, at selvom middelværdien for både egenkapitalens forrentning og variabel aflønning er statistisk sammenfaldende, så er spredningen forskellig. Det kan være en stor del af besvarelsen på, hvorfor den ene gruppe af virksomheder er underlagt FS, og den anden ikke er.

Vi vil i denne korte analyse også gennemgå, hvorvidt den faste aflønning er forskellig i de to grupper. Tallene i tabellen nedenfor er udregnet som et gennemsnit af den faste aflønning for virksomheder, der henholdsvis er og ikke er underlagt FS. For at gøre tallene så retfærdige som muligt, er aflønningen for den enkelte virksomhed i det enkelte år kun

medtaget, såfremt der også er data fra en tilsvarende størrelse virksomhed i den modsatte gruppe for dette år.

Det betyder fx, at lønnen fra Alm. Brand Bank A/S i 2009 ikke er medregnet, idet vi ikke har tal fra Fionia Bank 2009⁸⁴. Da gennemsnittet er udregnet med en tilsvarende virksomhed fra hver gruppe, er der ikke foretaget yderligere vægtning af tallene. Den faste løn er udregnet på følgende måde: fast aflønning for bestyrelsen/direktionen = samlet aflønning – variabel aflønning/antal medarbejdere i bestyrelsen/direktionen.

Tabel 15. Differencen af fast løn for et gennemsnitligt direktionsmedlem underlagt FS kontra ikke underlagt FS

	Gennemsnitlig fast aflønning af direktionsmedlem (DKK)	Gennemsnitlig fast aflønning af bestyrelsesmedlem (DKK)
Underlagt FS	3.740.442	186.375
Ikke Underlagt FS	2.659.563	95.171

Som det kan ses fra ovenstående tabel 15., var den faste aflønning for en direktør i de banker, der er underlagt FS DKK 3,7 mio. mod DKK 2,7 mio. for bankerne, som ikke er underlagt FS. Det betyder en betaling på ca. 41% mere i bankerne, som nu er under FS. For bestyrelsen er forskellen ca. 96%!

Der er derfor markant større faste aflønninger i de virksomheder, som har været hårdest ramt af krisen. Man må derfor antage, at da den faste aflønning er tilpas høj, har ledelsen i større grad mulighed for at tage risici, da de stadigvæk vil blive aflønnet højt til trods for dårlige resultater i virksomheden.

Ved at sammenholde konklusionerne fra de tidligere afsnit med denne, kan vi derfor se, at virksomhederne, der har klaret sig bedst gennem krisen, har haft variabel aflønning, som i nogen grad begrænser risikotagning af ledelsen ved, at sørge for at spredningen i aflønningen ikke er for stor. Det har dog ikke haft indflydelse på den middelværdi af incitamentsaflønning, som er udbetalt. Vi kan ligeledes konkludere, at hvis den faste aflønning bliver for høj, er der risiko for, at ledelsen tager større risici, da de blandt andet allerede er sikret aflønning uanset resultatet. Det medfører altså, at ledelsens

⁸⁴ Se bilag 5, og de tidligere forudsætninger for indsamling af data.

risikoaversitet i nogen grad forsvinder, og de måske begynder at tage risici, som ikke er til gode for virksomheden.

12. MULTIDISCIPLINÆR DELKONKLUSION

Der er nu blevet foretaget en gennemgående analyse af incitamentsaflønning i den finansielle sektor. Det er både blevet gennemgået, hvilke strenge incitamentsaflønning spiller på, hvilke former for incitamentsaflønning der eksisterer, og hvilke alternative teorier der eksisterer. Efterfølgende blev der foretaget en analyse med baggrund i aktuelle og historiske tal fra branchen om den reelle indflydelse af variabel aflønning.

Der har altid eksisteret incitamentsproblemer. En af de mest populære teorier på området er karakteriseret ved Principal-Agent teorien, og som det blev gennemgået i det tidligere afsnit, kan incitamentsaflønning i høj grad være med til at sørge for at indrette agentens incitament, så de følger principalens. Incitamentsaflønning er dog ikke altid godt. Aflønningen skal tilpasses, så den ikke giver forkerte incitament, såsom øget risikotagning. Ud fra beregningerne kan vi fastslå, at de virksomheder, som i høj grad har været ramt af krisen (banker underlagt FS), i langt større grad gav incitamentsaflønningsprogrammer, som varierede i spredningen af udbetalingen. Sammenholdt med aktiekurser, der ligeledes havde større spredning og en højere fast aflønning, kan man konkludere, at mere incitamentsaflønning ikke nødvendigvis er bedre for en virksomhed.

Den høje faste aflønning kan muligvis have fået direktionen i bankerne til at føle sig sikre, og de kunne i højere grad tage risici for at opnå den helt store bonus.

I L1556/2010 er der på flere punkter taget højde for de ovenstående problemer. For det første sættes der en 40%/60% begrænsning på muligheden for at incitamentsaflønne. Det kan være med til at modvirke den spredning i størrelsen på incitamentsaflønning, som har skabt problemer. De nye krav om at dele af incitamentsaflønningen skal udskydes over en 3-4 årig periode sammenholdt med, at lønnen kan blive helt eller delvist tilbagekaldt ved senere problemer, kan ligeledes være med til at sørge for, at ledelsen ikke tager lige så store risici. Det vil betyde, at ledelsen vil blive tvunget til at se mere langsigtet på deres beslutninger for at maksimere deres afkast i stedet for at kunne opnå profit på kort sigt.

I forbindelse med vores undersøgelse har det vist sig, at det i meget stor grad kan være besværligt at finde informationer om præcis, hvor meget incitamentsaflønning der eksisterer i den finansielle sektor. De skærpede krav om oplysning kan således både tvinge de finansielle virksomheder til at fjerne de største aflønninger, idet aktionærerne vil gribe ind, men det vil samtidig også kunne reducere lønningerne, da de i større grad bliver sammenlignelige på tværs af bankerne.

Således får opdelingen af de forskellige incitamentsaflønningstyper også en afgørende betydning for den fremtidige aflønningsstruktur, idet der herved i større grad sikres et incitament for modtageren heraf, at agere i overensstemmelse med aktionærernes interesser.

Krav om fordeling af type incitamentsaflønning

Til sidst kan en stigende grad af faglighed ved bl.a. aflønningsudvalg være med til at sikre, at der tages ordentlig tid til at lave ordentlig research og beregninger ved udarbejdelsen af lønpolitikken, sådan at den netop peger ledelsens incitamenter i den rigtige retning.

Den lovgivning, som er trådt i kraft, har derfor mange punkter, der kan afhjælpe de problemer, som har eksisteret i branchen. Grundet de manglende oplysninger kan det på nuværende tidspunkt være svært at fastsætte præcis, hvor grænserne for aflønning skal gå. Det kan dog afhjælpes af de nye regler om offentliggørelse af oplysninger. Det må derfor antages, at det i fremtiden er lettere at fastsætte endnu bedre/mere præcise grænser for incitamentsaflønning.

En ting, som loven ikke tager højde for, er den faste aflønning. Vores undersøgelser viste, at en høj fast aflønning muligvis kan føre til forøget risikotagning. Derudover er begrænsningen i variabel aflønning baseret på den fastaflønning. Det betyder, at jo højere den faste aflønning des mere kan der udbetales i variabel aflønning.

Det ville utvivlsomt være et kæmpe indgreb at begrænse den fast aflønning direkte, men et forslag kunne være, at man i starten havde et krav om at alle lønninger højere end DKK 3.000.000-5.000.000 skulle ledsages af en forklaring af, hvorfor lederen skulle udbetales højere end det.

KAPITEL 4 – KONKLUSION OG PERSPEKTIVERING

13. KONKLUSION

I nærværende afhandling er effekten ved den nye lovændring af lov om finansiell virksomhed blevet diskuteret ud fra en branchemæssig synsvinkel. Der er således på området for incitamentsaflønning i den finansielle sektor blevet foretaget en komparativ og retsdogmatisk analyse på udvalgte regler af henholdsvis tidligere som nuværende gældende ret, herunder som de mest centrale elementer: et loft for størrelsen af variabel løn i forhold til fast løn og honorar, et krav om at mindst 50 % af den variable løn skal bestå af aktier eller lignende instrumenter, et krav om udskydelse af betydelige andele af variabel løn over mindst tre til fire år, et krav om tilbageholdelse af den del af den variable løn, et krav om at der udbetales aktier eller lignende instrumenter af 12,5 % af henholdsvis fast løn inklusiv pension og honorarer på tidspunktet for beregningen, samt et krav om tilbageholdelsesbetalingspligt (clawback) af variabel løn der er modtaget i ond tro eller udbetalt på et fejlagtigt grundlag. Endvidere er der ved lovændringerne indført et krav om nedsættelse af et særligt aflønningsudvalg samt et krav til virksomhedernes offentliggørelse af lønoplysninger for de i afhandlingen omfattende personer.

Med henblik på at fastlægge hvorvidt regler om incitamentsaflønning har været optimale, er reglerne analyseret og behandlet ved brug af en multidisciplinær analyse med udgangspunkt i henholdsvis principal-agent teori samt alternative teorier såsom Maslow og McClellan. Efter at have analyseret og konkluderet at de finansielle virksomheder som helhed kan benytte sig af variabel aflønning som ledelsesinstrument, blev de enkelte incitamentsaflønningsformer inddraget i analyseret for dermed at skabe et større kontrastforhold mellem de nye regler - Principal-agent teorien samt Maslow og McClellan. Afslutningsvist blev disse teorier og analyser sammenholdt med relevante empiriske analyser og beregninger i branchen. Af beregningerne kunne det konkluderes, at disse ikke i overvejende grad stemte overens med vores forudgående teoretiske formodninger. Beregningerne viste nemlig, at de finansielle virksomheder, som i afgørende grad har været ramt af den finansielle krise (underlagt FS), i større grad havde anvendt incitamentsaflønningsprogrammer til deres ledelse. Samtidig kunne det bemærkes, at

ledelsen i disse virksomheder i gennemsnit fik en højere fast aflønning. Efter at have koblet disse datainformationer sammen med afkastet på aktiekurserne for de respektive finansielle virksomheder underlagt FS, kunne det observeres at niveauet for volatilitet i de finansielle virksomheder var større end i vores kontrolgruppe. Således kunne det konkluderes, at for meget incitamentsaflønning kombineret med en for høj fast aflønning kunne medføre, at ledelsen i finansielle virksomheder i højere grad har haft tendens til for meget risikovillig adfærd.

Behovet for en offentligretlig indgriben i den hidtidige aflønningspraksis i finansielle virksomheder må således betragtes at være til stede. Desuagtet ovenstående konklusion må det samtidig konkluderes, at incitamentsaflønningen ikke kan anses for at være den eneste grund til den hidtidige risikovillige adfærd. En anden årsag, som også har haft en afgørende indflydelse på dette problem, har været manglende overvågning og gennemsigthed af aflønningen finansielle virksomheder.

Det må således endeligt konkluderes, at denne detaljerede offentligretlige indgriben i reguleringen af finansielle virksomheders og finansielle holdingvirksomheders brug af incitamentsaflønning vil have en afgørende indflydelse på de enkelte virksomheders kontraktsretlige muligheder for at indgå aftaler om variabel løn med medlemmer af henholdsvis direktionen, bestyrelsen samt andre ansatte med væsentlig risikoprofil. De nye regler om lønpolitik i finansielle virksomheder og finansielle holdingvirksomheder samt reglerne om begrænsning i anvendelsen af variabel løn til medlemmer af henholdsvis direktionen, bestyrelsen samt væsentlige risikotagere ændrer således fundamentalt måden, hvorpå aflønningen i den finansielle sektor hidtil har været aftalt og struktureret.

14. PERSPEKTIVERING

Siden slutningen af 2007, hvor finanskrisen startede, og i perioden efter har der i stigende grad været fokus på de finansielle virksomheders aflønningsstruktur af ledende medarbejdere. I forbindelse med udarbejdelsen af denne afhandling har der især været rettet en massiv opmærksomhed på aflønningen i den i dag konkursramte bank, Amagerbanken. Særlig opmærksomhed har der været omkring det forhold, at den tidligere administrerende direktør, Jørgen Brændstrup, i 2009 fik en lønstigning på 48 % trods det

forhold, at banken i samme periode præsterede et gigantisk tab på over DKK 500 mio.⁸⁵ Samtidig skal der i denne sammenhæng refereres til bankens vederlagspolitik, hvoraf fremgår, at "aflønningen er fastsat, så den afspejler markedsniveauet og de opnåede resultater". Umiddelbart er det ikke til at få øje på sammenhængen mellem bankens resultat og direktørens lønfremgang. Men hvis man kigger på bankens aktiekurs i samme periode steg bankens aktiekurs i 2009 med 208 % fra DKK. 14,15 ved begyndelsen af 2009 til DKK 43,6 ved årets udgang, hvilket kunne illustrere, at ovennævnte direktør i overvejende grad har fået udbetalt bonus som funktion af aktiekursen. På baggrund af disse fakta kan man udlede, at direktøren i overvejende grad har handlet opportunistisk med henblik på at opnå højest mulige bonusafkast uden interesse for bankens realiserede underskud.

Som supplement til ovenstående eksempel kan det af nedenstående figurer ses, hvorledes udviklingen i aflønningen for henholdsvis den administrerende direktør samt den gennemsnitlige aflønningen for et bestyrelsesmedlem i Amagerbanken har været i perioden 1995 til 2008.

Figur 6 Aflønningen af den administrerende direktør i Amagerbanken fra 1995 til 2008



Kilde: Ken L. Bechmann & Johannes Raaballe – Danske bankdirektørers aflønning

Figur 7 Aflønningen for det gennemsnitlige bestyrelsesmedlem i Amagerbanken fra 1995 til 2008

⁸⁵ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php?id=28331439>



Kilde: Ken L. Bechmann & Johannes Raaballe – Danske bankdirektørers aflønning

Vigtigt er det i denne sammenhæng at bemærke bonusaflønningen, der blev indført i 2005, hvilken har bevirket en kraftig stigning i aflønningen. Således kan det ses af figur 6., at aflønningen i 2007 stort set er fordoblet i forhold til aflønningen i 2004. I årene efter ses en endnu kraftigere stigning i direktørens aflønning. Som det er nævnt i afhandlingen har den hidtidige informations på området været af begrænset karakter, hvorfor det ikke har været muligt at angive, hvor stor en andel bonusaflønningen udgør af den samlede aflønning.

Parallelt med lønfremgangen for den administrerende direktør ses det af figur 7., at aflønningen for det gennemsnitlige bestyrelsesmedlem tilsvarende har oplevet en fremgang i lønnen. Særligt har 2007 og 2008 været påvirket af store lønstigninger.

Dette konkrete eksempel illustrerer således i hvor stor grad den generelle lønfremgang i branchen har udviklet sig de seneste par år, trods det faktum, at branchen generelt har klaret sig meget dårligt. For Amagerbanken gik det så galt at banken den 6. februar 2011 gik konkurs.

LITTERATURLISTE

Bøger

- Andersen, Erling B; Gabrielsen, Gorm; Kousgaard, Nils & Milhøj, Anders. 2001. *Statistik for civiløkonomer – Grundbog*. København: Akademisk Forlag, 3. udgave.
- Andersen, Mads Bryde & Lookofsky, Joseph. 2007. Lærebog i obligationsret I. Forlaget Thomson, 2. udgave.
- Banner-Voigt, Erik & Rasmussen, Søren. 2009. *Aktieløn*. København: Thomson Reuters Professional, 4. udgave.
- Bebchuk, Lucian & Fried, Jesse. 2004. *Pay without Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge (England): Harvard University Press, 1. udgave.
- Brealey, Richard & Myers, Stuart, 2000. *Principles of Corporate Finance*. London (England): McGraw –Hill Higher Education. 6. udgave.
- Bøye, Erik M. 2004. *Statistik-hjælperen*. Århus: Forlaget Swismark, 1. udgave.
- Elling, Jens O. 2002. *Årsrapporten – teori og regulering*. København: Gads Forlag, 1. udgave.
- Elling, Jens O & Sørensen, Ole. 2005. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*. København: Gads Forlag, 2. udgave.
- Friedman, Brian. 1990. *The Stoy Hayward Guide to Effective Staff Incentives*. London (England): Kogan Page Ltd., 1. udgave.
- Gomard, Bernhard. 2006. *Aktieselskaber & anpartsselskaber*. Jurist- og økonomiforbundets forlag, 5. udgave.
- Havsteen, Michael. 2005. *Guide til nøgletal & ekstern regnskabsanalyse*. København: Forlaget Focus, 2. udgave.
- Huizinga, Gerard. 1970. *Maslow's need hierachy in the work situation*. Groningen.
- Koed, Chresten & Jørgensen, Niels. 2005. *Statistik med Excel*. København: Complet, 6. udgave.
- Maslow, Abraham H. 2000. *The Maslow Business Reader*. New York: John Wiley & Sons, 1. Udgave.
- Møller, Michael & Nielsen, Christian Niels. 1999. *Finansielle markeder – incitamentsstrukturer og ressourceallokering*. København: Handelsskolens Forlag, 2. udgave.
- Oxelheim, Lars & Wihlborg, Clas. 2008. *Markets and Compensation for Executives in Europe*. Bingley (Storbritannien): Emerald Group Publishing Ltd., 1. udgave.
- Pugh, Derek. *Organization Theory*. 1997. Penguin. 4. Udgave
- Sørensen, Carsten Engsig & Nielsen, Poul Runge. 2004. *EU-retten*. Jurist- og økonomiforbundets forlag, 3. udgave, 2. opslag.
- Vejrup-Hansen, Per. 2004. *Praktisk statistik*. København: Samfundslitteratur, 4. udgave.

Kandidatafhandlinger

Banghøj, Jesper. 1999. *Præstationsaflønning af virksomhedsledere*. Institut for Regnskab og Revision, Handelshøjskolen i København.

Kjærgaard, Asbjørn. 2008. Incitamentsaflønning og Aktieselskabslovens § 69 b. Juridisk Institut, Handelshøjskolen i København.

Klitgaard, Ole & Garrelts, Casper. 2006. *Incitament i forbindelse med aflønning af ledere i Danmark*. Institut for Regnskab og Revision, Handelshøjskolen i København.

Pedersen, Mai. 2007. *Stock options – A Guide for Company's Board of Directors, when designing Stock Option Based Compensation Packages*. Department of Economics, Handelshøjskolen i København.

Videnskabelige artikler

Ackere, Ann van. 1991. *The principal/agent paradigm: Its relevance to various functional fields*. European Journal of Operational Research: no. 70, s. 83-103.

Bebchuk, Lucian Arye & Fried, Jesse M. 2003. *Executive Compensation as an Agency Problem*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, no. 9813, s. 1-25.

Bebchuk, Lucian Arye & Shavell, Steven. 1999. *Reconsidering Contractual Liability and the Incentive to Reveal Information*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series: no. 7106, s. 1-9.

Bechmann, Ken L. & Hjortshøj, Toke. 2006. *Anvendelse af optionsaflønning i børsnoterede selskaber*. Revision & Regnskabsvæsen, nr. 11, s. 10-20.

Bechmann, Ken L. & Hjortshøj, Toke. 2007. *Disclosed Values of Option-Based Compensation – Incompetence, Deliberate Underreporting or the Use of Expected Time to Maturity?* D-CAF Working Paper Series, no. 25, s. 1-39.

Bechmann, Ken L. & Møller, Michael. 2003. *Optimalt design af optionsprogrammer: valget af exercisemuligheder & exercisekurser*. Finans/Invest: nr. 2, s. 17-27.

Bechmann, Ken L. & Raaballe, Johannes. 2009. *Danske bankdirektørers aflønning - Incitamentsaflønning eller tag selv bord?* Finans/Invest: nr. 6, s. 16-25.

Benmelech, Efraim; Kandel, Eugene & Veronesi Pietro. 2008. *Stock-based Compensation and CEO (Dis)incentives*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series: no. 13732, s. 1-53.

Clementi, Gian Luca & Cooley, Thomas F. 2009. *Executive Compensation: Facts*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series: no. 15426, s. 1-38.

Deci, Edward L. 1972. *The Effects of Contingent and Noncontingent Rewards and Controls on Intrinsic Motivation*. Organizational Behavior and Human Performance: no. 8, s. 217-229.

Frey, Bruno S. & Oberholzer-Gee, Felix. 1997. *The Cost of Price Incentives: An Empirical Analysis of Motivation Crowding-Out*. The American Economic Review: Vol. 87, no. 4, s. 746-755.

Greif, Avner. 1993. *Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition*. The American Economic Review: Vol. 83, no. 3, s. 525-548.

Hansen, Claus Juel & Granhøj, Marianne. 2011. Nye regler om lønpolitik i finansielle virksomheder - Nyhedsbrev. Kromann Reumert, s. 1-14.

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable løn i den finansielle sektor.
Af Jonas Rasmussen og Kennie Dyreborg-Kragh

Hall, Brian J. 1998. *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series: no. 6674, s. 1-48.

Lando, Henrik. 2010. *Delegation, Performance Pay and Risk Taking in Financial Institutions*. (working paper), s. 1-22.

Lemming-Christensen, Kirsten. 2009. FA Analyse: Bonus og variable aflønning i den finansielle sektor. Finanssektorens Arbejdsgiverforening, nr. 53.

McGregor, Douglas. 1966. *The Human Side of Enterprise*. Reflections: Vol 2, no. 1, s. 1-15.

Munch, David A. 2009. *Incitamentsordninger – status efter lov nr. 519 af 12. juni 2009 - afskaffelse af skattefrihedsregel*. Revision & Regnskabsvæsen: nr. 10, s. 56-66.

Philip, Marianne; Granhøj, Marianne; Hansen, Claus Juel; Steen Jensen, Jens & Nørremark, Michael. Direktiv om bankbonusser m.v. – Nyhedsbrev. Kroman Reumert, s. 1-4.

Ross, Stephen A. 1973. *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*. The American Economic Review: Vol. 63, no. 2, s. 134-139.

Steen Jensen, Michael; Nybom Bethe, Morten; Linde, Tobias; Eskesen, Lotte & Sand, Jacob. Nye krav til bonusordninger – Nyhedsbrev. 2010. Gorrissen Federspiel, s. 1-7.

Østergaard, Kim. 2003. Metode på Cand.Merc.Jur studiet. Juridisk Instituts Julebog 2003.

Internetbaserede artikler

Europa-Parlamentet – Økonomiske og monetære anliggender. 2010. Parlamentet slår ned på bankbonusser - Bankbonusser har i høj grad bidraget til den risikofyldte adfærd.

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?language=DA&type=IM-PRESS&reference=20100709STO78534>

Jyllands-posten – Erhverv. 2010. Banker bygger værn mod storaktionærer.

<http://epn.dk/brancher/finans/bank/article2181124.ece>

Nordjyske.dk – Erhverv. 2010. Banker giver direktører mere i løn.

<http://www.nordjyske.dk/erhverv/forside.aspx?ctrl=10&data=4%2c3515526%2c5%2c2>

The New York Times – Global business. 2010. Cap on bank bonuses clears hurdle in Europe.

http://www.nytimes.com/2010/07/08/business/global/08bonus.html?_r=3

Avisartikler mv.

Magasinet Lederne. December 2010. *Lederløn 2010 – Særtillæg*.

Nordjyske Stiftstidende. 7. marts 2010. *Banker giver direktører mere i løn*.

Retskilder

Danmark

Betænkning 2010-12-09: "Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed..."

Høringssvar 2010-12-01: "forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed..."

Komiteen for god selskabsledelse af april 2010: "Anbefalinger for god selskabsledelse".

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable løn i den finansielle sektor. Af Jonas Rasmussen og Kennie Dyreborg-Kragh

LBKG 2009-09-15 nr. 817 (Kreditpakken eller Bankpakke 2): *"Bekendtgørelse af lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter"*.

LBKG 2010-12-21 nr. 1665: *"Om løn politik samt oplysningsforpligtelser om aflønning i finansielle virksomheder og finansielle holdingsvirksomheder"*.

LFF 2010-11-09: *"forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed..."*

LFV 16-12-2010: *"forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed..."*

Høringsportalen

<https://www.borger.dk/Lovgivning/Hoeringsportalen/Sider/Fakta.aspx?hpid=2146001954>

- Multihøringsliste. Finanstilsynet
- Lovforslag i høring. Finanstilsynet, 22-11-2010
- Høringsnotat. Økonomi- og Erhvervsministeriet, 05-11-2010.
- Høringssvar

EU

CEBS Guidelines af 10. December 2010: *"Guidelines on remuneration policies and practices"*

Direktiv om ændring af kapitalkravsdirektivet (CRD III): *"Europa-Parlamentet og rådets direktiv 2010/76/EU af 24. november 2010 om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker"*.

Fremsatte forslag af den 13. juli 2009 til ændring af kapitalkravsdirektivet: *"forslag til Europa-Parlamentets og rådets direktiv om ændring af direktiv 2006/49/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker"*.

Kapitalkravsdirektivet: Europa-Parlamentets og rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006.

Kommissionens henstilling af 30. april 2009: *"til supplerende af henstilling 2004/913/EF og 2005/162/EF for så vidt angår ordningen for aflønning af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber"*.

Resume af EU-høring om Ledelse og aflønning i finansielle institutioner.

Udtalelser fra Den Europæiske Centralbank: *"Den Europæiske Centralbanks udtalelse af 12. november 2009 om et forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om ændring af direktiv 2006/49/EF og 2006/49/EF for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdningen og gensecuritisationer og tilsyn med aflønningspolitikker"*.

Årsrapporter

Alm. Brand	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Amagerbanken	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Capinordic Bank	(2006, 2007, 2008 og 2009)
EBH Bank	(2006 og 2007)
EIK Bank Danmark	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Fionia Bank	(2006, 2007 og 2008)

En retsøkonomisk analyse og vurdering af den variable løn i den finansielle sektor.
Af Jonas Rasmussen og Kennie Dyreborg-Kragh

Forstædernes Bank	(2007 og 2008)
Frørup Andelskasse	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Gudme Raaschou	(2006, 2007 og 2008)
Løkken Sparekasse	(2007 og 2008)
Lollands Bank	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Nørresundby Bank	(2007 og 2008)
Roskilde Bank	(2006 og 2007)
Sparekassen Faaborg	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Sparekassen Hvetbo	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Sparekassen Kronjylland	(2006, 2007, 2008 og 2009)
Vestjysk Bank	(2006, 2007, 2008, 2009, 2010Q3)

Web sites

Centrale Virksomheds Registre:
www.cvr.dk

EU-oplysningens statusblad på kapitalkravsdirektivet – PRE-LEX og OEIL:
http://euo.dk/dokumenter/status/alle/status_20090362/

Euroinvester:
www.euroinvester.dk

Europa parlamentet:
http://europa.eu/institutions/inst/parliament/index_da.htm

Finanstilsynet:
www.finanstilsynet.dk

Finansiel Stabilitet.
www.finansielstabilitet.dk

Folketinget:
www.ft.dk

NASDAQ OMX
www.nasdaqomx.com

Retsinformation:
www.retsinformation.dk

117 spørgsmål og svar om EU:
http://euo.dk/upload/application/pdf/ae7dbc72/euo_117_final_web.pdf

FIGUR- OG TABELLISTE

Tabeller

- | | |
|----------|--|
| Tabel 1 | Opdeling af den variabel løn for en direktør i en finansiell virksomhed |
| Tabel 2 | Differentiering af den variabel lønandel f.s.v.a. forholdet mellem aktier og aktieoptioner |
| Tabel 3 | Udbetaling af variable lønandele i forlængelse af flere sammenhængende indkomstår |
| Tabel 4 | Motivationsfaktorer kontra vedligeholdelsesfaktorer |
| Tabel 5 | F-test, dobbelt stikprøve for varians udregnet i Excel |
| Tabel 6 | T-test, to stikprøver med forskellig varians udregnet i Excel |
| Tabel 7 | F-test, dobbelt stikprøve for varians udregnet i Excel |
| Tabel 8 | T-test, to stikprøver med forskellig varians udregnet i Excel |
| Tabel 9 | Oversigt for egenkapitalens forrentning of variabel aflønning i perioden 2006 til 2009. |
| Tabel 10 | Oversigt over børsnoterede finansielle virksomheder som er underlagt FS kontra ikke underlagt FS |
| Tabel 11 | Årlige fordelte betaværdier for de respektive finansielle virksomheder |
| Tabel 12 | F-test, dobbelt stikprøve for varians udregnet i Excel |
| Tabel 13 | T-test, to stikprøver med ens varians udregnet i Excel |
| Tabel 14 | Sammenfattende resultater for varians og middelværdi |
| Tabel 15 | Differencen af fast løn for et gennemsnitligt direktionsmedlem underlagt FS kontra ikke underlagt FS |

Figurer

- | | |
|---------|--|
| Figur 1 | Illustration af den tidsmæssige distinktion mellem adverse selektion og moral hazard |
|---------|--|

- Figur 2** **Maslows Behovspyramide**
- Figur 3** **Maslow og Herzberg**
- Figur 4** **Herzberg og Maslow**
- Figur 5** **Illustration af lignende middelværdi og forskellig varians**
- Figur 6** **Aflønningen af den administrerende direktør i Amagerbanken fra 1995 til 2008**
- Figur 7** **Aflønningen for det gennemsnitlige bestyrelsesmedlem i Amagerbanken fra 1995 til 2008**

BILAG

- Bilag 1** **Tal for aflønning**
- Bilag 2** **Betaværdier**
- Bilag 3** **Udregning af betaværdier**
- Bilag 4** **Alle observationer fordelt på år**
- Bilag 5** **Oversigt over fast aflønning**

Bilag 1 - Tal for aflønning

[illegible]

[illegible]

Roskilde Bank	Egenkapitalens forrentning før skat	Variabel løandel - Direktion	Fast aflønning (Gennemsnit i direktionen)	Fast aflønning (Gennemsnit i Bestyrelsen)	VS	Forstædernes Bank A/S (fusioneret med nykredit)	Egenkapitalens forrentning før skat	Variabel løandel - Direktion	Fast aflønning (Gennemsnit i direktionen)	Fast aflønning (Gennemsnit i Bestyrelsen)
2009	X	X	X	X		2009	X	X	X	X
2008	X	X	X	X		2008	-61,10%	18,96%	4.078.500	198.500
2007	12,3%	88,17%	7.185.000	175.000		2007	18,30%	30,19%	4.646.000	191.875
2006	33%	185,59%	7.771.000	175.000		2006	31,40%	75,15%	4.853.667	186.500
Finansieringsselskabet af 11/2/2010 A/S (Capinordic Bank A/S)	Egenkapitalens forrentning før skat	Variabel løandel - Direktion	Fast aflønning (Gennemsnit i direktionen)	Fast aflønning (Gennemsnit i Bestyrelsen)	VS	LollandsBank A/S	Egenkapitalens forrentning før skat	Variabel løandel - Direktion	Fast aflønning (Gennemsnit i direktionen)	Fast aflønning (Gennemsnit i Bestyrelsen)
2009	X	X	X	X		2009	5,50%	0,00%	1.676.000	112.833
2008	-22,72%	5,84%	3.352.000	341.667		2008	1,40%	0,00%	1.655.000	103.333
2007	9,38%	3,09%	3.005.000	202.167		2007	15,40%	0%	1.766.000	99.833
2006	0,99%	0%	2.223.000	21.429		2006	25,30%	0,00%	1.642.000	97.000

Bilag 2 - Betaværdier

Underlagt Finansiell Stabilitet			
År	Finansielle institutioner	Arbejdende Kapital	Beta-værdier
2006	Amagerbanken	27.794.000.000	0,908234338
	Fionia Bank	17.793.000.000	0,499296596
	EBH Bank	5.475.000.000	0,302230389
	Roskilde Bank	29.839.000.000	0,181491829
2007	Amagerbanken	27.794.000.000	0,442259525
	Fionia Bank	17.793.000.000	0,21045988
	EBH Bank	5.475.000.000	0,088835746
	Roskilde Bank	29.839.000.000	0,353125092
2008	Amagerbanken	27.794.000.000	0,59136533
	Fionia Bank	17.793.000.000	0,341276328
	EBH Bank	5.475.000.000	-0,066351464
	Roskilde Bank	29.839.000.000	-0,042616027
2009	Amagerbanken	27.794.000.000	0,879824251
	Fionia Bank	N/A	N/A
	EBH Bank	N/A	N/A
	Roskilde Bank	N/A	N/A

Vægtede beta-gennemsnit	0,419914172
--------------------------------	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2006	0,509235925
---	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2007	0,334484731
---	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2008	0,258017129
---	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2009	Ikke nok data
---	----------------------

Ikke underlagt Finansiell Stabilitet			
År	Finansielle institutioner	Arbejdende kapital	Beta-værdier
2006	Vestjysk Bank	28.441.000.000	0,372194846
	Sparekassen Faaborg	5.420.000.000	0,055511579
	Sparekassen Hvetbo	N/A	N/A
	Lollandsbank	1.670.000.000	0,197306396
2007	Vestjysk Bank	28.441.000.000	0,237684249
	Sparekassen Faaborg	5.420.000.000	0,120164984
	Sparekassen Hvetbo	N/A	N/A
	Lollandsbank	1.670.000.000	0,073815737
2008	Vestjysk Bank	28.441.000.000	0,213341831
	Sparekassen Faaborg	5.420.000.000	-0,031488305
	Sparekassen Hvetbo	14.452.000.000	-0,314566877
	Lollandsbank	1.670.000.000	0,045194403
2009	Vestjysk Bank	28.441.000.000	0,294259264
	Sparekassen Faaborg	5.420.000.000	-0,081570402
	Sparekassen Hvetbo	14.452.000.000	0,663259467
	Lollandsbank	1.670.000.000	-0,077578203

Vægtede beta-gennemsnit	0,219611065
--------------------------------	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2006	0,315667109
---	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2007	0,212055507
---	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2008	0,028536553
---	--------------------

Vægtede gennemsnitlige beta-værdi - 2009	0,347773971
---	--------------------

Bilag 3 - Udregning af betaværdier

Nærværende regressionsanalyser for bankerne baserer sig dels på de daglige offentligt tilgængelige aktiekursafkast for perioden 2006 til 2010 samt de daglige aktiekursafkast for OMX C20 indekset. Da disse daglige aktiekurser og tilhørende afkast udgør en anselig mængde data er disse som følge heraf udgået som bilag. Nedenfor fremgår således udelukkende de output fra regressionsanalysen for perioden 2006 til 2009 som vi har fundet relevant for afhandlingens analyse.

Amagerbanken

ANOVA

2006	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	-0,000647716	0,001449402	-0,446884736	0,655345175
X-variabel 1	0,908234338	0,144230384	6,29710823	1,35429E-09

2007	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	-0,00207318	0,000837671	-2,474934417	0,013982103
X-variabel 1	0,442259525	0,076975051	5,745491807	2,62426E-08

2008	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	-0,015657055	0,002828093	-5,536259813	7,54718E-08
X-variabel 1	0,59136533	0,117363239	5,038761165	8,7806E-07

2009	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	-0,008424461	0,00434737	-1,937829169	0,05376119
X-variabel 1	0,879824251	0,258791452	3,399742326	0,000784014

2010	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	-0,011894619	0,004317469	-2,754998024	0,00633091
X-variabel 1	0,189011351	0,42698881	0,442661136	0,658419764

Fionia Bank

ANOVA

2006	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	0,000600362	0,000904293	0,663902173	0,507364724
X-variabel 1	0,499296596	0,089986466	5,548574372	7,32757E-08

2007	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	0,001761714	0,000830176	2,122097226	0,0348015
X-variabel 1	0,21045988	0,07628635	2,758814399	0,006224786

2008	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	-0,007918746	0,002348919	-3,371230099	0,000862111
X-variabel 1	0,341276328	0,097477976	3,501060886	0,000545201

EBH Bank

ANOVA

2006	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	0,00344101	0,001977082	1,740448933	0,083600382
X-variabel 1	0,302230389	0,193132385	1,564887161	0,119479943

2007	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	0,00376447	0,000982654	3,830920743	0,000173095
X-variabel 1	0,088835746	0,089629367	0,991145523	0,322868488

2008	Koefficienter	Standardfejl	t-stat	P-værdi
Skæring	-0,002660469	0,00383578	-0,693592664	0,489017537
X-variabel 1	-0,066351464	0,151069994	-0,439210081	0,661145607

Roskilde Bank

ANAVA

2006	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	6,38435E-05	0,000857729	0,0744332	0,940725215
X-variabel 1	0,181491829	0,085352902	2,126369738	0,034452459
2007	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,004416421	0,000868632	-5,084338799	7,18361E-07
X-variabel 1	0,353125092	0,079820167	4,424008428	1,44049E-05
2008	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,004173429	0,002819458	-1,480223786	0,140697604
X-variabel 1	-0,042616027	0,181938091	-0,234233669	0,815090494

VestJysk Bank

ANAVA

2006	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,000652369	0,000744048	0,876782676	0,38144642
X-variabel 1	0,372194846	0,074040475	5,02691058	9,50923E-07
2007	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,00166403	0,00077816	2,13841563	0,033441104
X-variabel 1	0,237684249	0,071506539	3,323951225	0,001018886
2008	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,007031519	0,002561299	-2,745293746	0,006467399
X-variabel 1	0,213341831	0,106291558	2,007138043	0,045769964
2009	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,001728622	0,002173116	-0,795457866	0,427101804
X-variabel 1	0,294259264	0,129776258	2,267435266	0,024217882
2010	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,002331621	0,001433685	-1,626313631	0,105234629
X-variabel 1	0,528207455	0,138594674	3,811167062	0,000177053

Sparekassen Faaborg

ANAVA

2006	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,000797618	0,000965858	0,825812675	0,409697728
X-variabel 1	0,055511579	0,096112853	0,57756665	0,564076527
2007	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,0007295	0,000845722	0,862576186	0,389187417
X-variabel 1	0,120164984	0,077714927	1,546227854	0,123299466
2008	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,000854267	0,001814386	-0,470830037	0,638156878
X-variabel 1	-0,031488305	0,075295341	-0,418197257	0,676148097
2009	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,001525123	0,001108412	1,3759529	0,170067575
X-variabel 1	-0,081570402	0,066193234	-1,232307251	0,218992023
2010	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,000252471	0,00061513	-0,410435843	0,681863425
X-variabel 1	0,066329442	0,059464789	1,115440631	0,265810759

Sparekassen Hvetbo

ANAVA

2008	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	-0,00976207	0,006968427	-1,400900031	0,168954598
X-variabel 1	-0,314566877	0,356352887	-0,882739802	0,382651353
2009	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,001366916	0,009467078	0,144386229	0,886510017
X-variabel 1	0,663259467	0,53876414	1,231075748	0,231293779
2010	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,009807944	0,01353601	0,724581647	0,481547073
X-variabel 1	0,560088081	1,130293211	0,495524591	0,6285006

Lollands Bank
ANAVA

2006	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,005771264	0,003408527	1,69318411	0,093303043
X-variabel 1	0,197306396	0,305123346	0,646644704	0,519233808

2007	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,017557059	0,002786796	6,300086651	3,31038E-09
X-variabel 1	0,073815737	0,227731826	0,324134481	0,746300117

2008	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,026839714	0,004191451	6,40344279	2,96163E-09
X-variabel 1	0,045194403	0,160784854	0,281086193	0,779120449

2009	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,006619008	0,003632854	1,821985828	0,071603638
X-variabel 1	-0,077578203	0,201809277	-0,384413463	0,701531178

2010	<i>Koefficienter</i>	<i>Standardfejl</i>	<i>t-stat</i>	<i>P-værdi</i>
Skæring	0,004614045	0,004310988	1,070298928	0,287743956
X-variabel 1	-0,005275793	0,376443788	-0,014014823	0,988853488

Bilag 4 - Alle observationer fordelt på år

Samtlige værdier for begge grupper fordelt på år, og samt fjernede observationer

2006

Egenkapitalens Forrentning	Variabel Lønandel
36,0%	100%
22,30%	20,83%
24,8%	0%
17,60%	0,00%
33%	185,59%
0,99%	0%
20%	0,00%
30,20%	0,00%
14,80%	0,00%
14,50%	83,33%
13,60%	0,00%
19,40%	0,00%
31,40%	75,15%
25,30%	0,00%

2007

Egenkapitalens Forrentning	Variabel Lønandel
22,7%	100%
26,80%	12,99%
16,30%	17,24%
9,90%	0,00%
8,60%	0,00%
12,3%	88,17%
9,38%	3,09%
17,30%	0,00%
22,80%	43,94%
14,10%	0,00%
15,20%	83,33%
8,80%	4,50%
9,50%	0,00%
18,30%	30,19%
15,40%	0%

2008

Egenkapitalens Forrentning	Variabel Lønandel
-39,4%	100%
-26,60%	0,00%
-63,80%	9,09%
-181,00%	0,00%
-22,72%	5,84%
13%	0,00%
-8,40%	0,00%
-45,20%	91,67%
-25,10%	15,06%
-5%	0,00%
-61,10%	18,96%
1,40%	0,00%

Fjernede observationer 2008

Egenkapitalens Forrentning	Variabel Lønandel
7,70%	314,96%
-425,20%	0,00%

2009

Egenkapitalens Forrentning	Variabel Lønandel
-35,5%	100%
-41,30%	0,00%
-3,80%	0,00%
1,30%	0,00%
-0,10%	0,00%
6,90%	14,50%
10,60%	0,00%
5,50%	0,00%

Fjernet observation 2009

Egenkapitalens Forrentning	Variabel Lønandel
-321,70%	91,67%

Bilag 5 - Oversigt over fast aflønning

Bilag over den faste aflønning for alle år, fordelt på de to grupper.

Fast aflønning i virksomheder underlagt FS

Direktionsaflønning	Bestyrelsesaflønning
5.024.500	291.000
8.168.000	263.667
5.789.333	266.667
6.017.333	165.833
4.350.000	77.778
4.350.000	46.667
1.893.000	252.200
2.291.500	262.000
4.209.000	262.667
3.446.500	158.333
2.400.000	188.889
3.400.000	155.556
3.609.000	146.778
1.749.000	360.000
1.464.000	400.000
2.109.000	0
2.044.000	0
180.000	73.333
7.185.000	175.000
7.771.000	175.000
3.352.000	341.667
3.005.000	202.167
2.223.000	21.429

Gennemsnit

3.740.442	186.375
-----------	---------

Fast aflønning i virksomheder ikke underlagt FS

Korrigeret for mængde og størrelse mod testgruppen

Direktionsaflønning	Bestyrelsesaflønning
4.471.000	165.125
2.359.500	115.875
3.902.000	132.333
1.499.000	128.571
5.751.776	46.778
2.142.000	47.111
3.355.000	148.200
2.286.500	134.111
2.562.000	120.000
2.237.500	108.000
2.388.000	75.000
3.072.000	75.000
2.624.000	79.500
2.151.000	40.778
1.800.000	40.000
1.396.000	18.000
1.338.000	18.000
1.272.000	18.000
4.646.000	191.875
4.853.667	186.500
1.655.000	103.333
1.766.000	99.833
1.642.000	97.000

Gennemsnit

2.659.563	95.171
-----------	--------

Ikke korrigeret for mængde og størrelse mod testgruppen

Direktionsaflønning	Bestyrelsesaflønning
4.471.000	165.125
2.359.500	115.875
3.902.000	132.333
1.499.000	128.571
2.014.000	49.400
7.114.500	48.333
5.751.776	46.778
2.142.000	47.111
3.355.000	148.200
2.286.500	134.111
2.562.000	120.000
2.237.500	108.000
2.838.600	60.500
2.388.000	75.000
3.072.000	75.000
2.624.000	79.500
2.235.000	66.400
2.151.000	40.778
1.800.000	40.000
1.780.000	29.000
1.465.000	18.000
1.396.000	18.000
1.338.000	18.000
1.272.000	18.000
4.078.500	198.500
4.646.000	191.875
4.853.667	186.500
1.676.000	112.833
1.655.000	103.333
1.766.000	99.833
1.642.000	97.000

Gennemsnit

2.721.663	89.416
-----------	--------