

Revisorkandidatuddannelsen - Cand.Merc.Aud
(Institut for Regnskab og Revision)

Kandidatafhandling

Aktiebaseret vederlæggelse

- Fordele og ulemper ved anvendelsen
som instrument til aflønning af selskabets ledelse

Udarbejdet af:
Jacob Martens Birkbøll

Vejleder:
Erik Banner-Voigt

Copenhagen Business School, 2008

Indholdsfortegnelse

Summary	4
1. Indledning	6
1.1 Problemformulering	8
1.2 Synsvinkel	8
1.3 Afgrænsning	8
1.4 Struktur	10
1.5 Metode	11
2. Generelt om aktieløn	13
2.1. Historie	13
2.2. Definitioner	14
2.2.1. Aktieoptioner	15
2.2.2. Tegningsoptioner	16
2.2.3. Konvertible obligationer	17
2.2.4. Fantomaktier	18
2.2.5. Aktieerhvervelse eller -tildeling	19
2.3 Fordele	19
2.3.1. Incitamentsafløgning	19
2.3.2. Likviditetsfordele	20
2.3.3. Tiltrækning af kvalificerede medarbejdere	20
2.3.4. Fastholdelse af medarbejdere	20
2.3.5. Medarbejdermotivation	21
2.4 Ulemper	21
2.4.1. Reduceret virksomhedsværdi og udvanding	21
2.4.2. Risiko for kortsigtet ledelsesstrategi	21
2.4.3. U hensigtsmæssigt høje lønninger	21
2.4.4 Timing	22
2.5 Erstatningsansvar	23
2.6. Delkonklusion	26
3. Oplysningskrav	28
3.1 IFRS 2, Share-based Payment	30
3.2 Informationskvaliteten	31
3.3 Retningslinjer for incitamentsafløgning	34
3.4 Delkonklusion	36
4. Aktielønnens omfang	38
4.1 Aktieløn i tal	38
4.2 Aktieløn i værdi	40
4.3 Delkonklusion	44
5. Corporate Governance	45
5.1 Historisk udvikling	45
5.2 Københavns Fondsbørs' komité for god selskabsledelse	47
5.3 Selvregulering	48
5.4 anbefalingernes effekt	50
5.5 Delkonklusion	54
6. Roskilde Bank	56
6.1 Bankens udvikling	56
6.2 Ledelsesafløgning	59

6.3 God selskabsledelse	61
6.4 Delkonklusion	65
7. Udformning af aktielønsordninger	67
7.1 Retningslinjer ved udformning af aktielønsordninger	69
7.2 Delkonklusion	72
8. Samlet konklusion.....	74
Litteraturliste.....	77
Bilag 1 Roskilde Banks aktiekurs	81

Summary

In recent years the use of share-based payment has developed progressively, not only in the US but in Denmark as well. This escalating usage combined with the fact that regulations in Denmark as well as in the EU has increased through the last couple of years. From the stockowners point of view the increase in regulations has made the Financial Statement more informed and detailed in general regarding share-based payment. The regulations have mainly concerned companies quoted on the Copenhagen Stock Exchange which is why the topic of this graduate thesis only involves companies quoted on the Copenhagen Stock Exchange. Furthermore the main issue is in which way the entities are obligated to disclose information that enables users including stockowners of the financial statements to understand the nature and extent of the share-based payments as well as to understand how the fair value of the payments during the period is determined.

Beside the regulations the committee of the Copenhagen Stock Exchange has compiled a report listing a series of recommendations concerning corporate governance. These recommendations have no further effect and are not sanctioned in any essential way. After the European Commission stated the "Comply or explain"- principle the companies on the stock exchange are now obligated to follow these recommendations or explain the reason why they are not.

There has been extensive media coverage of share-based payment and mainly because of the values the share-based payments has increased too. This was seen in the case of Roskilde Bank, where a large number of executive stock options were used in the remuneration of Niels Valentin Hansen, the former chief executive officer. A few years after the same stock options had already increased in value, and were worth more than 100 million DKK.

The use of share-based payments is now popular in general, and is seen used very often in companies on the stock exchange. No doubt there is many advantages by the use of share-based payment, but none the less there does exist almost as many disadvantages.

The main problem of this graduate thesis is on one hand that the regulations regarding the disclosure of information of share-based payments has not been seen fully effective through the financial statements making it that more difficult for the users including stockowners to fully understand the effect, nature, terms and conditions of each arrangement.

On the other hand that this lack of disclosure is seen in general regarding companies on the stock exchange most often concerning the share-based payments regulations and recommendations. The

fact that the use of share-based payment is now so common and the values are often sky high that it gets that more important for the users to fully understand the effect from the share-based payment. In the case of Roskilde Bank, the stockowners never agreed on the specific terms regarding the contract with the former director, Niels Valentin Hansen. This was compiled and accepted by the board of directors in 2003. The new regulations and recommendations will affect this process, but as the conclusion of the topic will reveal the impact is not going to completely comprehend the executive board from choosing ways of strategy and investment that are opportunistic.

This is why the topic analyzes if this is the only possible way of remunerate the executive board. What is impossible to calculate, but that more interesting, is the expected effect of the use of share-based payments? No one really knows which is why the last topic concerns the expected impact of the use which will show that there are no significant relation between the use of share-based payments and higher profits along with the increase of the total value of the company. There are other ways to remunerate the executive board. For an example bonuses that are based upon the top or bottom result of the company and that can in many ways compensate and therefore give the board of directors the motivation to work harder and in same direction as the stockowners would prefer. The board of directors can also reduce the opportunistic behavior of the executive board by changing the guidelines that concerns the preparation of the share-based payment to the executive board.

1. Indledning

Der har siden slutningen af 1990'erne været en stigende interesse for aktiebaseret aflønning dels i danske selskaber og dels på internationalt plan¹. Incitamentet til at yde mere kan stimuleres ved at tilbyde aktieløn, da modtageren vil blive belønnet, hvis det pågældende selskabs aktiekurs stiger². Derfor skabes et incitament til, at modtager arbejder målrettet for at selskabets omsætning og resultat forbedres, hvilket vil påvirke aktiekursen³ positivt. Aktieløn er i stigende grad blevet anvendt i aflønningen af særligt ledelsen⁴ i børsnoterede danske selskaber, da 47 % benyttede en eller flere former for optionsaflønning i 2006⁵.

Regnskabsmæssigt har reglerne vedrørende aktieløn ændret sig i takt med det globale fokus, og med den internationale standard fra IASB⁶, IFRS⁷ 2, som blev offentliggjort den 19. februar 2004, kom der nye regler for børsnoterede selskaber i Danmark gældende fra 2005.

Der kom med den nye standard krav om, at aktiebaseret vederlæggelse indregnes som en omkostning i resultatopgørelsen. Oplysningskravene er også blevet skærpet med IFRS 2, medførende at regnskabsbrugeren skal kunne forstå programmet, herunder hvilke optjeningskrav der er aftalt og værdiansættelsen af optionerne. Den 1. juli 2007 trådte nye regler i kraft med krav om generalforsamlingsgodkendelse af retningslinjer for incitamentsaflønning.

Selskabsledelsen er derfor de seneste år blevet forpligtet til i langt højere grad, at forholde sig til hvordan selskabets optionsprogrammer præsenteres og værdiansættes i årsrapporten.

Der er fortsat interesse for optionsprogrammer i danske selskaber, og særligt de børsnoterede selskaber benytter ofte incitamentsprogrammer som aflønningsform⁸.

Udbredelsen og interessen kombineret med den høje grad af aftalefrihed, som aktiebaserede ordninger i grunden indeholder, har medført en helt ny problemstilling omkring god selskabsledelse.

Der har i det seneste par år været meget fokus på CSR⁹ og Corporate Governance (god selskabsledelse), hvilket til dels blev skudt i gang med Komitéen for god selskabsledelse i Danmark

¹ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 90)

² Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 45)

³ Gældende for børsnoterede selskaber

⁴ Bechmann (2007, 9)

⁵ Bechmann (2007, 2)

⁶ International Accounting Standards Board

⁷ International Financial Reporting Standards

⁸ Bechmann (2007, 3)

⁹ Corporate Social Responsibility

(Nørby-udvalget), der fremlagde sin rapport i 2001. Sidenhen har Københavns Fondsbørs` Komité offentliggjort en rapport om god selskabsledelse i Danmark i 2003 og i revideret udgave i 2005. God selskabsledelse indebærer, at ledelsen følger eller forklarer hvorfor de afviger en række anbefalinger. Heriblandt anbefalinger om bestyrelsens og direktionens vederlag herunder overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning.

I relation til disse anbefalinger blev der i juni 2007 vedtaget nye regler vedrørende krav om generalforsamlingens godkendelse af incitamentsaflønnning af bestyrelse og ledelse.

Kravene til oplysninger er de seneste år blevet skærpet, særligt til værdiansættelse af optionsordninger, senest med krav om retningslinjer for incitamentsaflønnning. Det er hensigten, at regnskabsbrugeren skal kunne forstå og værdiansætte samtlige programmer på en overskuelig og pålidelig måde, hvorved regnskabsbrugeren skal kunne forstå, hvad der er ledelsens grundlæggende motivationsfaktorer ud fra programmet. I den forbindelse er det mindre diskuteret, hvad ledelsens alternative hensigter kan være, og hvad disse kan drive en ledelse til, hvis denne vælger en opportunistisk adfærd. Det kan diskuteres om det var tilfældet med Roskilde Bank, hvor selskabets ledelse i 2003 blev tildelt et optionsprogram¹⁰. Brugen af aktieløn kan måske have været med til at drive ledelsen til et for snævert fokus på bundlinjeresultatet, og derigennem føre en for kortsigtet vækststrategi til skade for aktionærer, hvilket kan have bidraget til kollapset.

Det er spørgsmålet om bestyrelsen og aktionærerne kan forhindre, at tildelingen af aktieløn til ledelsen begrænser dennes opportunistiske adfærd, og om aktionærerne er oplyst om, og forstår art og omfang af optionsprogrammet, samt hvilke underliggende risici aktieløn også kan medføre. Det kan virke som om, aktieløn i en længere periode har været den eneste løsning på en attraktiv aflønnning af ledelsen¹¹, selv om der findes andre aflønningsformer såsom bonusordninger¹².

¹⁰ RB-Børsen 4 (2003, 21)

¹¹ Bechmann (2007, 3)

¹² Rose (2005, 37)

1.1 Problemformulering

- Hvordan kan bestyrelsen og aktionærene forhindre ledelsens opportunistiske adfærd ved udformningen af aktielønsprogrammer herunder retningslinjer for udformningen af aktielønsprogrammer, og hvilket informationsgrundlag og hvilken indflydelse har aktionærene på udformningen af aktielønsprogrammet til selskabets ledelse?
 - Hvilke fordele og ulemper kan der være for aktionæren ved tildeling af aktieløn til selskabets ledelse i et dansk børsnoteret selskab?

1.2 Synsvinkel

Aktiebaseret vederlæggelse tildeles til bestyrelse, ledelse og medarbejdere. Disse tildeles blandt andet med det formål at fastholde og tiltrække ledelse og medarbejdere generelt, samtidig kan tildelingen være med til at skabe interessesammenfald mellem bestyrelse og ledelse.

Problemstillingen omhandler i høj grad i hvilket omfang aktionærer og regnskabsbrugere får oplysninger om optionsprogrammet, samt hvordan disse er i stand til at forstå effekten og har indflydelse på programmet. Der anlægges derfor gennem opgaven en aktionærsynsvinkel, hvorved den centrale problemstilling i opgaven fremstår tydelig. Aktionærsynsvinklen vurderes at give den største forståelse, når den centrale problemstilling analyseres og sammenholdes med kendt teori. Dette skyldes også, at aktionærene påvirkes relativt hurtigt, hvis optionsprogrammet får uforudsete konsekvenser. Det gælder både de fordele og ulemper der kan være ved aktieløn.

Synsvinklen vil skifte i opgaven, da der medtages et eksempel fra erhvervslivet, hvilket skyldes at der kan argumenteres for, at aktieløn har haft betydning for kollapset af Roskilde Bank. Dette skift medtages for at analysere, hvilke incitamenters den tildelte aktieløn kan have skabt, samt for at tydeliggøre problemstillingen og dens aktualitet.

1.3 Afgrænsning

Aktieaflønnings har bredt sig til mange danske selskaber, men grundet opgavens omfang afgrænser denne sig til en analyse af danske børsnoterede selskaber. Dette skyldes også, at flere undersøgelser ofte kun omfatter børsnoterede selskaber, hvilket medfører at resultatet af analysen i højere grad vil være sammenligneligt og derved mere retvisende. Ydermere er der en langt større kultur for

aktieordninger i børsnoterede selskaber, hvor ejerkredsen er kendetegnet ved at være bred til forskel fra de unoterede, som oftere har begrænset ejerkreds, og derfor ikke den samme kultur for aktieordninger¹³.

Grundet valget af danske børsnoterede aktieselskaber, afgrænses der fra en analyse af regler gældende for danske almindelige aktieselskaber i det omfang, de måtte afvige fra reglerne gældende for danske børsnoterede aktieselskaber. Dette medfører, som en naturlig konsekvens også afgrænsning fra særskilte regler og forhold vedrørende danske anpartsselskaber.

Der afgrænses fra en evt. problemstilling omkring det ansættelsesretlige element ved aftale om aktiebaseret aflønning fx kvalifikationen som funktionær eller direktør¹⁴.

Aktieoptionsloven¹⁵ er ikke analyseret nærmere i opgaven, hvilket skyldes af denne primært regulerer forholdet mellem optionsindehaveren og optionsudstederen, når denne skal tildeles eller udnytte optionen.

Selve beskatningstidspunktet og omfanget af beskatning ved hvert instrument vil ikke i opgaven blive gennemgået specifikt, og der afgrænses derfor generelt fra beskatning af aktieløn. Dette vil blive for omfattende i forhold til opgavens omfang, og vurderes ikke have tilstrækkelig relevans i forhold til opgavens centrale problemstilling.

Der er i forbindelse med IFRS 2 en række forskellige frihedsgrader ved valg af værdiansættelsesmodel. Der afgrænses i opgaven fra at berøre dels problematikken omkring valg af model, og dels den tekniske del omkring beregning af værdiansættelse. De tekniske begreber ved værdiansættelsen, og de relativt komplicerede beregninger illustrerer, hvor vigtigt det er, at oplysninger omkring værdiansættelsen præsenteres pålideligt og forståeligt i årsrapporten til gavn for regnskabsbrugeren. En analyse af værdiansættelsen vil blive for omfattende i forhold til opgavens centrale problemstilling.

Sagen om Roskilde Bank er medtaget for at analysere nærmere, hvilken effekt optionsprogrammet kan have medført. Der afgrænses fra en dybdegående analyse af sagen om Roskilde Bank herunder

¹³ (19; Schwarz, Thorsen og Øksnebjerg)

¹⁴ (50; Schwarz, Thorsen og Øksnebjerg)

¹⁵ Lov 2004-05-05 nr. 309 om brug af køberet eller tegningsret til aktier m.v. i ansættelsesforhold

finanstilsynets rolle, bankens rådgivning af kunder samt en særskilt diskussion af manglende bestyrelseskompetence og bestyrelsessammensætning.

1.4 Struktur

De centrale problemstillinger i opgaven er dels, hvordan de nuværende oplysningskrav og godkendelsesprocedurer har påvirket aktionærens informationsværdi og indflydelse vedrørende udformningen af aktielønsprogrammer, samt dels om kravene forhindrer, at fremtidige optionsprogrammer kan skabe incitament til ledelsens opportunistiske adfærd. Ydermere om bestyrelsen og aktionærerne generelt kan forhindre ledelsens opportunistiske adfærd ud fra den nuværende lovgivning.

Selskabets ledelse kan tildeles forskellige former for aktieløn, som hver især indeholder særlige betingelser og undtagelser, hvilket kapitel 2 overordnet omhandler. Derefter analyseres nærmere, hvilke økonomiske fordele og ulemper aktionærerne har ved at tildele ledelsen aktielønsprogrammer. En central problemstilling i opgaven vedrører, hvilke incitament selskabets ledelse tildeles direkte eller indirekte, samt hvordan ledelsen har mulighed for at time tildelingen og udnyttelsen af aktieløn. Der gælder en særlig forsvarlighedsnorm vedrørende aflønning af ledelsen, hvorfor det erstatningsansvar, bestyrelsen og ledelsen kan pådrages, analyseres nærmere til sidst i kapitel 2.

Kapitel 3 omhandler de nuværende oplysningskrav der gælder ved anvendelsen af aktieløn, og derved det informationsgrundlag som danner rammen for aktionærernes viden om selskabsledelsens aflønning med aktieløn. I hvilket omfang disse regler giver aktionærerne en forståelse af art, omfang og effekten af aktieløn, samt hvilken indflydelse reglerne tilfører aktionæren. Ydermere hvad det har fået af betydning, for den information der offentliggøres, og hvilken værdi denne har for aktionærer.

For at forstå omfanget af optionsprogrammer i Danmark og hvilke værdier der er tale om for optionsindehaveren, så omhandler kapitel 4 en analyse af brugen af aktieløn i danske børsnoterede selskaber. Fordelingen af optionsprogrammer har udviklet sig kraftigt indenfor de børsnoterede

selskaber, hvilket der tages kritisk stilling til. Omfangets størrelse vil give et indtryk af, hvor store konsekvenser reguleringen har, og hvor stor en betydning det har eller burde have for en aktionær.

Der er udover lovregulering i de seneste år offentliggjort anbefalinger om god selskabsledelse også kaldet Corporate Governance. Anbefalingerne er ikke juridisk bindende, men Børsen påkræver at selskaberne enten følger eller forklarer, hvorfor de afviger anbefalingerne. Anbefalingerne er relevante, da disse også omhandler vederlagspolitik herunder aktieløn, hvorfor kapitel 5 analyserer nærmere hvilke anbefalinger og krav, der i de seneste år er kommet, og hvilken effekt disse indtil videre har fået for aktionæren.

Kapitel 6 analyserer nærmere om optionsprogrammet, som bestyrelsen i Roskilde Bank tildelte direktionen i 2003, kan have været medvirkende til bankens kollaps i 2008. Sagen om Roskilde Bank indikerer umiddelbart, at programmet har været så favorabelt, at ledelsen har fokuseret på et kortsigtet resultat frem for en langsigtet strategi. Ydermere at ledelsen har anvendt en fordelagtig timing af udnyttelse af aktielønsprogrammet, hvilket bekræfter de reelle ulemper aktieløn kan medføre.

Kapitel 7 analyserer nærmere om den nuværende lovgivning forhindrer, at optionsprogrammer i dag kan blive tildelt, hvor der skabes incitament til ledelsens opportunistiske adfærd. Spørgsmålet er dog, om uhensigtsmæssige programmer helt kan forhindres, hvilket fører til diskussion af, om det overhovedet har den ønskede effekt herunder muligheder for alternative aflønningsformer. Ydermere om ikke bestyrelsen har mulighed for at begrænse eller helt eliminere ulemperne ved anvendelsen af aktieløn i retningslinjer for udformningen af aktielønsprogrammet samt om aktionærene kan påvirke denne udformning.

Kapitel 8 indeholder en samlet konklusion.

1.5 Metode

Opgaven er overordnet en teoretisk opgave, hvormed menes at der opstilles en hypotese omkring aktionærernes indflydelse og bestyrelsens mulighed for at påvirke udformningen af aktielønsordninger, som efterfølgende benyttes til at argumentere for skærpede retningslinjer

vedrørende udformning af aktielønsordninger. Opgaven eksemplificeres med sagen om Roskilde Bank, hvilket alene skal understøtte den teoretiske tese, som er central i opgaven.

Der er indledningsvis i opgaven benyttet en deduktiv metode, hvormed der med udgangspunkt i kendt teori og lovgivning, som vurderes relevant for opgavens centrale problemstilling, er udledt hvordan aktørerne kan forventes at agere, når de stilles overfor forskellige handlingsalternativer¹⁶. Der benyttes fx principal-agent teori til at begrunde eksistensen af optionsprogrammer og grundlæggende teori omkring incitamentsaflønnning.

Hypotesen som udvikles i opgaven, både udfordres og understøttes i løbet af opgaven ved at analysere induktive slutninger fra empiriske undersøgelser, hvilket skal medvirke til at styrke hypotesens sandsynlighed og troværdighed, hvorved de dragne konklusioner i opgaven bliver mere realistiske. Derved benyttes der også en induktiv metode.

¹⁶ Knudsen (1994, 57)

2. Generelt om aktieløn

Der er flere grunde til, at aktiebaseret aflønning er blevet så populær. Der ses til stadighed en hyppig anvendelse af aktieløn i danske børsnoterede selskaber¹⁷. Der gives først en kort indledning til anvendelsen af aktieløn, hvorefter de mest almindelige former for aktieløn konkretiseres, herunder hvilke betingelser og termer der relaterer sig til de forskellige instrumenter.

Der har været megen fokus på fordelene, men i skyggen står de ulemper, der også kan være forbundet med aktieløn, hvorfor fordele og ulemper ved aktieløn analyseres nærmere. I forbindelse med aflønningsformen analyseres der nærmere, hvilket ansvar ledelsen og bestyrelsen har generelt, og særligt i relation til aktieløn, hvilket er centralt for opgavens problemstilling.

2.1. Historie

Aktieløn blev først rigtig kendt i danske selskaber i 1990'erne, hvor det typisk var IT-virksomheder og andre selskaber med vægt på højteknologi, samt datterselskaber med en amerikansk hovedaktionær som benyttede denne aflønningsform¹⁸. Dette skyldes primært, at manglen på kvalificeret arbejdskraft indenfor branchen i en periode havde tvunget selskaberne til at tænke i andre former for aflønning, hvilket også medførte et større fokus på shareholder value. Begrebet var kendt i udlandet i begyndelsen af 1990'erne, men blev først i stigende grad implementeret i Danmark omkring årtusindskiftet¹⁹.

Indeholdt i denne tankegang er aktieaflønning af ledelsen, som et instrument der blandt andet skal minimere den interessekonflikt, som naturligt opstår mellem en ejer og en leder også kaldet principal agent-problemet. Ejeren (principalen) vil altid ønske at maksimere selskabets værdi, hvor ledelsen (agenten) i visse tilfælde vælger en opportunistisk adfærd. Grunden til dette skyldes blandt andet asymmetrisk information, da principalen ikke konstant kan overvåge agenten²⁰. Manglende overvågning og ufuldstændig information gør, at agenten i højere grad kan varetage egne interesse frem for principalens.

I danske børsnoterede selskaber, hvor der ofte er en bred aktionærkreds, har det særligt betydning, da disse hverken kan eller ønsker at deltage i den daglige ledelse.

¹⁷ Bechmann & Hjortshøj (2006, 12)

¹⁸ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 37)

¹⁹ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 90)

²⁰ Laffont & Martimort (2002, 173)

I erkendelse af, at principalen ikke påtager sig rollen som agent, er der omkostninger forbundet med denne styring. Disse agentomkostninger, som er sammensat af kontrol- og overvågningsomkostninger, tilknytningsomkostninger og det residuale tab, ønsker principalen at minimere på den mest effektive måde²¹. Vurderes omkostninger til overvågning og tilknytning mindre end det residuale tab, så er aktieaflønning et instrument, der kan medvirke til at minimere det residuale tab. Aktieaflønning medvirker til, at risikoen mellem ejerne og ledelsen bliver fordelt ud. Agenten påtager sig en rolle, hvorved dennes præstationer i sidste ende påvirker aflønningen gennem øget indtjening og derved forhåbentlig stigende aktiekurs. Dermed er der skabt det incitament, som er i principalens interesse.

Aktieløn er ikke nødvendigvis hensigtsmæssig, da det afhænger af flere faktorer som beskrevet ovenfor. Der er særlige kendetegn ved selskaber, hvor aktieløn oftest er effektiv.

Dette kan være tilfældet, hvor medarbejderens beslutninger, handlinger og selskabets værdi er tættest knyttet sammen, hvilket oftest er i ledelsen. Den er med til at træffe beslutninger, der kan påvirke aktiekursen, hvilket skaber de største incitamenter. Generelt er aktieløn mest effektiv for medarbejdere, der træffer beslutninger, som påvirker selskabets værdi. Ydermere når disse foretager komplicerede handlinger, som er svære at overvåge. I disse tilfælde kan medarbejderne motiveres til at varetage ejernes interesse²².

Udover ønsket om at etablere en kapital- og fællesinteresse for agenten, vurderes der også mere generelt at være andre grunde til brugen af aktieløn, såsom at knytte medarbejderen til selskabet, og mere regnskabsteknisk at udskyde lønudgiften til en fremtidig periode²³.

2.2. Definitioner

Det følgende afsnit indeholder en gennemgang af de væsentligste former for aktieløn, samt de mest centrale skatteretlige og selskabsretlige regler der knytter sig til. Hvert instrument gennemgås for sig med de karakteristika der gør sig gældende. Tendensen de seneste år tyder på, at flere virksomheder benytter mere end et instrument, da en kombination kan være optimal ud fra

²¹ Schroeder, Clark & Cathey (2005, 115)

²² Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 45)

²³ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 41)

instrumenternes fordele og ulemper samt virksomhedens sammensætning set i forhold til øget værdiskabelse for aktionærene²⁴.

2.2.1. Aktieoptioner

Aktieoptioner (køberetter) er kendetegnet ved, at medarbejderen (optionsindehaver) som tildeles eller køber optionen opnår en ret, men ikke en pligt, til at købe et bestemt antal aktier på et fastsat fremtidigt tidspunkt eller periode (udnyttelsesperiode) til en nærmere fastsat pris (udnyttelseskurs) i det bestemte selskab (optionsudsteder) aktieoptionen omfatter. Eventuelt er købet betinget af, at en særlig begivenhed er indtrådt. Aktieoptionen kan både være en ret til at købe, men også til at sælge, hvorved optionen betegnes en salgsret.

Udnytter medarbejderen den opnåede køberet, er selskabet, som har udstedt optionen, forpligtet til at overdrage det aftalte antal aktier til den aftalte pris. Disse aktier er tegnet af andre, og forinden udnyttelsestidspunktet erhvervet af selskabet²⁵, som har udstedt optionen. Derfor erhverver medarbejderen ved aktieoptioner eksisterende aktier, og selskabet er ikke forpligtet til at udstede nye aktier.

Det kan være bestemt, at medarbejderen har muligheden for at vælge om denne ønsker at få forskellen mellem markedskursen på de underliggende aktier og udnyttelseskursen udbetalt kontant, hvorfor medarbejderen slipper for at købe aktien, hvilket kaldes differenceafregning²⁶. I mangel på denne aftale, vil medarbejderen kun udnytte optionen, såfremt markedskursen på de underliggende aktier overstiger udnyttelseskursen, hvorefter denne betaler udnyttelseskursen til selskabet, som forpligtes til at levere aktien. Overstiger markedskursen på den underliggende aktie den aftalte udnyttelseskurs kaldes optionen for ”in the money”, hvor optionen i den modsatte situation kaldes ”out of the money” - Ligevægt kaldes ”at the money”.

Medarbejderens aktieoption behøver ikke vedrøre det selskab vedkommende umiddelbart er ansat i, men kan i stedet vedrøre aktier i et moderselskab eller i et såkaldt medarbejderselskab. I større koncerner af international karakter ses det, at danske medarbejdere får tildelt aktieoptioner i det

²⁴ Schwarz, Thorsen & Øksnebjerg (2004, 23)

²⁵ Enten som egne aktier eller aktier i koncernforbundet selskab

²⁶ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 29)

udenlandske moderselskab, hvilket resulterer i, at medarbejderen kun bliver medejer indirekte, i det selskab denne er ansat i²⁷.

Udstedelsen af aktieoptioner reguleres ikke specifikt i aktieselskabsloven²⁸ (AL). Godkendelsen af udstedelse af aktieoptioner sker som regel i bestyrelsen²⁹. Udstedelse samt udnyttelse af optionen medfører ikke ændring i selskabets nominelle aktiekapital eller vedtægter, hvorfor godkendelse på generalforsamling, som udgangspunkt ikke er påkrævet³⁰. Udstedelse af aktieoptioner til bestyrelsen er naturligt et generalforsamlingsanliggende, jf. AL § 58.

Der trådte den 1. juli 2007 nye regler i kraft vedrørende godkendelse af retningslinjer for incitaments aflønning. Dette medfører at nye ordninger uanset karakter, samt ændringer eller forlængelse af eksisterende ordninger skal være i overensstemmelse med retningslinjer, som er udarbejdet af bestyrelsen og godkendt på generalforsamlingen, se kapitel 3.3.

De nye retningslinjer er gældende for enhver variabel løn, hvorfor samtlige instrumenter, som nævnt i kapitel 2, vurderes omfattet af bestemmelsen.

Generalklausulen i AL § 63, stk. 1 medfører, at bestyrelsen ikke må ”disponere på en sådan måde, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre, en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning”. Der gælder særlige regler for erhvervelse af egne aktier reguleret i AL kap. 8. Der er forbud mod at tegne egne aktier, men erhvervelse kan ske under særlige betingelser, jf. AL § 48, stk. 1.

2.2.2. Tegningsoptioner

Tegningsoptioner (warrants) eller tegningsretter giver ved køb eller tildeling medarbejderen ret, men ikke en pligt, til at tegne et på forhånd fastsat antal nye aktier i selskabet på at nærmere angivet fremtidigt tidspunkt, periode eller perioder (udnyttelsesperiode) til en nærmere angiven tegningskurs³¹.

²⁷ Schwarz, Thorsen & Øksnebjerg (2004, 24)

²⁸ Lovbekendtgørelse 2006-06-15 nr. 649 Aktieselskabslov som ændret ved L 2007-02-07 nr. 108, L 2007-06-06 nr. 573, L 2007-06-06 nr. 576, L 2008-06-17 nr. 468 og L 2008-06-17 nr. 510

²⁹ Hovedregelen er udstedelse af aktieoptioner ikke er et direktionsanliggende, da beslutningen ofte vil falde udenfor begrebet ”den daglige ledelse”, jf. AL § 54, stk. 2, men i stedet tilfalde en bemyndiget bestyrelse

³⁰ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 185)

³¹ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 28)

Udnytter medarbejderen tegningsoptionen, er selskabet forpligtet til at udvide aktiekapitalen og udstede nye aktier. Kapitalforhøjelsen er en afgørende forskel mellem warrants og aktieoptioner. Dette skyldes at forhøjelsen medfører, at antallet af udestående aktier samt egenkapitalen forøges tilsvarende. Optionsindehaveren har en ret til at udnytte kursen på et nærmere angivet tidspunkt, hvilket kun er rationelt at gøre, når selskabets aktiekurs overstiger den aftalte tegningskurs. Den margen der udnyttes, er udtryk for en værdioverførsel fra de hidtidige aktionærer til de nye aktionærer. Denne begunstiggelse, som de hidtidige aktionærer betaler, resulterer, alt andet lige, i et kursfald på selskabets aktie. Yderligere afviger warrants ved, at de ikke kan medføre en salgsret, og der er ikke mulighed for kontant differenceafregning. Det er kun det udstedende selskab, der udsteder warrants, da der er forbud mod at tegne egne aktier³².

Selskabsretligt defineres tegningsoptioner, jf. AL § 36, stk. 3, som en tegningsoption der på grundlag af værdipapirer giver tegningsret til aktier. Der er flere betingelser tilknyttet udstedelsen af tegningsoptioner, hvilket skyldes der er tale om en kapitalforhøjelse. Disse er primært reguleret i AL kap. 5, hvor kun de mest relevante er nævnt nedenfor. Generalforsamlingen har kompetencen til at beslutte udstedelsen af tegningsoptioner, jf. AL §§ 29, stk. 1 og § 40b Bestyrelsen kan tildeles kompetencen på generalforsamlingen i en eller flere 5-årige perioder, jf. AL § 40b. Der stilles særlige krav til kapitalforhøjelsen, jf. AL § 40, stk. 1.

Generalforsamlingens beslutning om udstedelse af tegningsoptioner og kapitalforhøjelse skal optages i vedtægterne, jf. AL § 40a, stk. 3. Bestyrelsens bemyndigelse skal ligeså optages i vedtægterne, jf. AL § 40b, stk. 1 med en detaljeret angivelse af de godkendte rammer for bemyndigelsen, såsom maksimum for kapitalforhøjelsen ved udnyttelse.

2.2.3. Konvertible obligationer

En konvertibel obligation er et instrument sammensat af to dele, 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 obligationen³³ til nytegnede aktier i selskabet til en nærmere bestemt kurs (udnyttelseskurs), hvilket også kan være kurs pari³⁴. Konstruktionen

³² Banner-Voigt & Rasmussen (2004, 34)

³³ Der er typisk ikke tale om masseudstedelse, hvorfor en mere nærtliggende betegnelse er konvertible obligationer i overensstemmelse med selskabsretten. I gængs tale samt indenfor skatteretten benyttes dog konvertible obligationer, hvilket også benyttes i denne opgave.

³⁴ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 30)

indeholder derfor både et lånearrangement og en aktietegningsret. Ordningen afviger ved at medarbejderen låner selskabet kapital, hvilket kræver både risikovillighed og en finansieringsforpligtelse. Til gengæld får medarbejderen, som ved warrants, muligheden for at udnytte differencen mellem den aftalte udnyttelseskurs og aktiekursen ved udnyttelse, samt en potentiel mulighed for tilbagebetaling af lånet med en rimelig forrentning.

Generalforsamlingen kan træffe beslutning om optagelse af lån mod obligationer, som giver långiver ret til senere konvertering til aktier i selskabet, jf. AL § 41, stk. 1. Udover særskilt regulering i AL kap. 6, så gælder der, selskabsretligt i al væsentlighed, de samme regler som ved beslutning om udstedelse af tegningsoptioner, se afsnit 2.2.2.

Det generelle forbud mod tegning af aktier til underkurs gælder ligeså ved konvertering af obligationer til aktier³⁵, jf. AL § 13, stk. 1.

2.2.4. Fantomaktier

Medarbejderen kan aftale med selskabet, at denne skal tildeles en syntetisk aktieoption, hvilket skal forstås som en aftale om en kopi af en eksisterende aktie. Medarbejderen tildeles ikke en køberet, og erhverver heller ikke nogen aktier. Der tildeles alene en ret til ved udnyttelse at få udbetalt et kontant beløb svarende til udviklingen i den underliggende aktie. Der sker derfor en differenceafregning, som nævnt i afsnit 2.2.1. På trods af, at medarbejderen aldrig bliver medejer, så medfører instrumentet et incitament til kursudvikling, der tilnærmer sig aktionærens interesse. Fantomaktier³⁶ har en del lighedspunkter med tantieme, som også kan baseres på aktiekursen. Afgørende er, at fantomaktier giver større valgfrihed til udbetalingstidspunktet.

Der eksisterer mange former for syntetiske finansielle instrumenter, hvor udviklingen kan afhænge af en bestemt valuta, aktieindeks eller andre lignende parametre. Konstruktionen er særlig aktuel i større koncerner, hvor direkte medejerskab er problematisk i særlige lande i forhold til begrænsninger i lovgivningen indenfor bl.a. skatte- og selskabsretten³⁷. Fantomaktier reguleres ikke

³⁵ Banner-Voigt & Rasmussen (2004, 271)

³⁶ Internationalt betegnes fantomaktier SAR (Stock Appreciation Rights) eller phantom stocks

³⁷ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 30)

særskilt selskabsretligt, hvorfor enhver forsvarlig beslutning kan foretages af det sædvanlige selskabsorgan ansvarlig for lønforhold³⁸.

2.2.5. Aktieerhvervelse eller -tildeling

Medarbejderen erhverver aktier i selskabet ved køb eller nyttegning enten til favør eller markedskurs. Der kan i stedet tildeles eksisterende aktier, hvor medarbejderen ikke betaler et vederlag. Denne afviger markant ved at gøre medarbejderen til medejer øjeblikkelig samtidig med kravet om investering.

Konstruktionen er mere simpel end de tidligere nævnte former for aktieløn, men denne tilsiger naturligvis også en betydelig forventning om at selskabets aktiekurs vil stige indenfor en relativ nær fremtid, da aktionæren forpligtes finansielt øjeblikkelig.

Reglerne vedrørende godkendelse er i overensstemmelse med de generelle regler for tildeling.

Generalforsamlingen godkender beslutning om tegning af nye aktier i selskabet, hvor de almindelige regler for kapitalforhøjelse er gældende, jf. AL kap. 5. Bestyrelsen kan, som tilfældet er ovenfor, også bemyndiges til at godkende kapitalforhøjelsen, jf. AL § 37, såvel til markedskurs som til favørkurs³⁹.

2.3 Fordele

Omtalt indledningsvis begrundes udviklingen indenfor aktieløn i Danmark blandt andet med motivation og incitamentsgrundlag. Afhængig af valg af ordning samt aftalte betingelser og begrænsninger, kan aktieløn medføre både fordele og ulemper, hvor enhver virksomhed og medarbejder skal overveje, hvilke fordele og eventuelle ulemper ordningen kan medføre. Først analyseres hvilke fordele der kan være, og dernæst hvilke ulemper aktieløn kan medføre.

2.3.1. Incitamentsaflønning

En af de mest centrale grunde til aktieløn er tanken om, at selskabets medarbejdere får en økonomisk fordel, hvis virksomhedens aktiekurs stiger. Medarbejderen får udsigt til en lønstigning, hvis virksomheden forbedrer resultatet, da dette ofte påvirker aktiekursen. Derfor vil medarbejderen

³⁸ Banner-Voigt & Rasmussen (2004, 167)

³⁹ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 188)

automatisk fokusere på at optimere virksomhedens mål og strategier, og vil derfor skabe værdi overfor selskabet og dets aktionærer. Interessekonflikten mellem parterne forventes derfor at blive reduceret.

2.3.2. Likviditetsfordele

Selskabet kan udskyde eller helt undgå likviditetsbelastning i forbindelse med lønudbetaling. Udskydelsen kan opnås i det tilfælde, hvor der tildeles aktieoptioner. Det er først ved udnyttelsen, at selskabet skal levere aktier til medarbejderen. Undgåelse sker ved tildeling af warrants og konvertible obligationer, hvor medarbejderen tilfører selskabet ny kapital ved udnyttelsen⁴⁰.

2.3.3. Tiltrækning af kvalificerede medarbejdere

I de sidste mange år med højkonjunktur har aktieløn været et middel mod manglende arbejdskraft. Konkurrencedygtige ordninger kan være med til at tiltrække nye medarbejdere. En måde at knytte disse mere til selskabet er, ved at optionens udnyttelse betinges af, at medarbejderen skal være ansat på et senere udnyttelsestidspunkt. Alternativt kan selskabet tilbyde en form for successiv levering betinget af ansættelsesperiodens varighed, hvilket knytter medarbejderen i højere grad⁴¹. I brancher hvor der nærmest altid er mangel på arbejdskraft, kan signalværdien være stor ved tilbud om gunstige ordninger for medarbejderne.

2.3.4. Fastholdelse af medarbejdere

Ordninger der er konkurrencedygtige på markedet har også den effekt, at eksisterende medarbejdere forbliver i virksomheden i længere tid. Fastholdelselementer kan udgøre særlige vilkår i ordningen, der stiller krav om ansættelse i en bestemt periode før instrumentet kan udnyttes. Krav som disse betegnes normalt som gyldne håndjern, og ses også som en almindelig stay-on⁴² bonus samt i konkurrenceklausuler.

⁴⁰ Banner-Voigt & Rasmussen (2004, 46)

⁴¹ Banner-Voigt & Rasmussen (2004, 45)

⁴² Udtrykket dækker over krav om at medarbejderen, som ofte besidder en post i topledelsen, modtager en bonus, hvis denne fastholder stillingen indtil et nærmere aftalt tidspunkt

2.3.5. Medarbejdermotivation

Tildeling af aktieløn kan give medarbejderen en fornemmelse af at være en del af et større fællesskab, når denne bliver medejer af selskabet. Dette kan resultere i, at medarbejderen interesserer sig mere for virksomhedens mål og strategiplan, samt at engagementet og motivationen stiger. Aktieløn kan medføre stærkere loyalitetsbånd mellem selskab og de ansatte ved større fokus på et fælles mål og interesse.

2.4 Ulemper

Grundet den relativt korte tid aktieløn indtil videre har eksisteret, har der i litteraturen primært været fokus på fordele. Der er flere faktorer, der kan karakteriseres, som en ulempe afledt af aflønning med aktieløn.

2.4.1. Reduceret virksomhedsværdi og udvanding

Aktionærernes gevinstmulighed bliver reduceret ved at tildele aktielønsordninger til medarbejderne. Dette er kun tilfældet, hvis ordningen ikke er en substitut for øget almindeligt vederlag. Ordninger kan have en udvandende effekt på de nuværende aktionærers indflydelse på selskabet til fordel for de kommende aktionærer, som deltager i et optionsprogram.

2.4.2. Risiko for kortsigtet ledelsesstrategi

Ordninger med aktieløn der indeholder betingelser med særligt fokus på omsætning og resultat, kan medføre en risiko for at ledelsen vælger kortsigtede løsninger i langt højere grad, hvilket på lang sigt kan være til stor skade for virksomheden. Dette i forhold til at der sikres selskabet en solid og stærk position i fremtiden med fokus på en langsigtet værdiskabelse⁴³.

2.4.3. U hensigtsmæssigt høje lønninger

Der er risiko for, at aktiebaseret aflønning medfører uforholdsmæssigt høje lønninger i forhold til den ekstra arbejdsindsats forhøjelsen som udgangspunkt skal afspejle.

⁴³ Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 93)

Den tendens er kendt i USA, hvor ledelsen har modtaget tocifrede millionbeløb i dollars om året⁴⁴. Herhjemme er det i mindre målestok, hvilket kan være et udtryk for, at omfanget ikke er til stede, eller at lønningernes omfang ikke har været nok i mediernes søgelys.

Den forhenværende direktør for Roskilde Bank, Niels Valentin Hansen, kunne sidste år se frem til en bonus på omkring 118 mio. kr. ved afregning af sin aktiebaserede aflønning⁴⁵. Det kan diskuteres om denne aflønning kan retfærdiggøres, i forhold til den indsats der kræves for at lede et i internationalt målestok lille selskab. I forhold til aktionærer og værdiskabelse er det uhensigtsmæssigt, hvis optionsindehaveren i langt højere grad belønnes for en gunstig markedsudvikling, og ikke nær så meget for den ekstra dedikerede arbejdsindsats, hvilket denne med rette kan forventes at udvise⁴⁶.

2.4.4 Timing

Selskabets ledelse kan spekulere i hvordan og hvornår forskellige elementer ved aktieløn etableres og offentliggøres. Børsnoterede selskaber reagerer historisk kraftigt på fondsmeddelelser om nye forventninger til omsætningen, resultatet osv. Derfor kan selskabets ledelse have incitament til at vælge særlige gunstige tidspunkter for tildelingen og udnyttelsen af optionsprogrammer.

Selskabets ledelse har, som nævnt ovenfor, kun incitament til at udnytte optionsprogrammet, når optionen er ”in the money”, jf. kapitel 2.2.1. Derfor kan aktieløn være medvirkende til, at ledelsen spekulerer i at time offentliggørelse af bestemt oplysninger, således at aktiekursen er på sit højeste, når optionsprogrammet udnyttes⁴⁷.

Selskabets ledelse er bekendt med det faktum, og er samtidig de nærmeste til at beslutte hvornår og hvilke oplysninger, der skal meddeles til offentligheden. Denne adfærd kan udnyttes opportunistisk til skade for aktionæren, hvorfor timing generelt kan anses som en ulempe i forbindelse med valg af optionsprogrammer som aflønningsform.

Selskabets udnyttelse af timing-effekten begrænses af de børsretlige regler vedrørende offentliggørelse af relevant og væsentlig information til offentligheden, hvorfor der er forbud mod

⁴⁴ Banner-Voigt & Rasmussen (2004, 48)

⁴⁵ Halskov (2007, 19)

⁴⁶ Der er intet til hinder for, at optionsprogrammet indeholder elementer som eliminerer den uhensigtsmæssige effekt af markedsudviklingen

⁴⁷ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 51)

at tilbageholde oplysninger, som direkte vedrører selskabets forventning til fremtiden, jf. kapitel 3.2.

Det er min vurdering, at selskabets ledelse i erkendelse af deres besiddelse af insider viden stadig efterlades et spillerum, hvorved der kan spekuleres i et gunstigt og opportunistisk tidspunkt for tildeling eller udnyttelse af optionsprogrammet.

Ledelsen har incitament til at påvirke bestyrelsens beslutningsproces om programmets indhold, hvorved især særligt stærke direktorer måske kan overtale eller påvirke bestyrelsen til et særligt favorabelt program. Dette vurderes som en ulempe for aktionærene, da de herved alene opnår en meromkostning, da ledelsens profit ved kursafregninger øges, når denne får tildelt et mere fordelagtigt optionsprogram i forhold til tildelings- eller udnyttelseskurs.

Der kan derfor være mange fordele ved anvendelse af aktieløn som aflønningsform, men samtidig kan der være ulemper ved anvendelsen som måske er uforudsete, og som kan have væsentlige konsekvenser for aktionærene.

2.5 Erstatningsansvar

Bestyrelsen og ledelsen har det overordnede ansvar for selskabets drift, hvilket også indebærer løbende stillingtagen til selskabets finansielle stilling, resultat og gearing⁴⁸.

Aktieoptionsprogrammer er kun et enkelt element, i mængden af de mange beslutninger der træffes af selskabets bestyrelse. Det er udmålingen af erstatningsansvaret, der kan påvirke målgruppens adfærd, hvorfor en analyse af det erstatningsansvar som ledelsen kan pådrages, vil sandsynliggøre dennes forventede adfærd.

Reglerne om erstatningsansvar findes i AL kap. 16. Den indledende bestemmelse, jf. AL § 140, 1. pkt. lyder ”Stiftere, bestyrelsesmedlemmer og direktører, som under udførelsen af deres hverv forsætligt eller uagtsomt har tilføjet selskabet skade, er pligtige at erstatte denne”. Ifølge § 140, 2. pkt. er samme personkreds erstatningsansvarlige, ”når skaden er tilføjet aktionærer, selskabets kreditorer eller tredjemand ved overtrædelse af denne lov eller vedtægterne”.

⁴⁸ Munck & Kristensen (2007, 262)

Der er en righoldig retspraksis på området, hvor bestyrelsesmedlemmer og direktører er dømt erstatningspligtige uden overtrædelse af bestemmelserne i AL eller vedtægterne⁴⁹. Der er her tale om culpaansvar. Culpareglen er dansk rets almindelige erstatningsregel, og bygger alene på retspraksis. Retspraksis har gennem årene udviklet en række betingelser, som skal være til stede for at der kan idømmes erstatningsansvar. Der skal være et økonomisk målbart tab, en culpøs handling, adækvans, kausalitet samt en grad af egen skyld⁵⁰. Der findes flere ansvarsfrihedsgrunde, hvorved erstatningsansvaret kan undgås, for eksempel ved tegning af en forsikring.

Bevisbyrden, for at en skadevolder har handlet uforsvarligt, påhviler som hovedregel den skadelidte. Særligt kvalificerende ansvarssituationer er tilfældet, hvor der lides tab ved, at ledelsens medlemmer illoyalt lader egne eller tredjemands interesser gå forud for selskabets. Sådant elementær tilsidesættelse af en pligt, som ikke beror på en undskyldelig/forståelig forglemmelse eller et fejlskøn, men på grådighed eller simpel opportunisme levnes der ingen overbærenhed ved culpabedømmelsen⁵¹.

Der er ud fra lovgivningen og gennem retspraksis flere krav til bestyrelses- og direktionsmedlemmer i relation til tildeling og udnyttelse af aktieløn, der sanktioneres med ansvar. Disse vil ud fra en væsentlighedsbetragtning blive gennemgået nedenfor.

(1) Omstødelsesregler

Bestyrelsesmedlemmer og direktion kan aflønnes med en fast løn og tantieme⁵², jf. AL § 64, stk. 1. Der gælder både for bestyrelsesmedlemmer og direktionen, at det samlede vederlag skal matche stillingens indhold og omfang, hvor målestokken er omkostningen ved en nyansættelse. Udover dette skal lønningen være forsvarlig i forhold til selskabets samlede økonomi. Overskridelse af denne ”forsvarlighedsnorm” indebærer, at bestyrelsen kan gøres ansvarlig, hvilket medfører at både bestyrelses- og direktionsmedlemmer kan være forpligtet til at tilbagebetale modtaget honorar. Der foreligger endnu ikke nogen sag om aktiebaserede aflønning, hvor den samlede løn til bestyrelse og direktion har været anfægtet som uforsvarlig⁵³, men faktum er, at der er hjemmel til det, jf. AL § 64, stk. 1.

Indtræder konkurs vil de implicerede, aktionærer og kreditorer, kunne rejse sag om krav på omstødelse af honorar, som bestyrelsesmedlemmer og ledelsen har modtaget de sidste 5 år før

⁴⁹ Munck & Kristensen (2007, 272)

⁵⁰ Dahl (2006, 275)

⁵¹ Munck & Kristensen (2007, 276)

⁵² Hindhede og Lavesen m.fl. (2005, 207)

⁵³ Schwarz, Thorsen & Øksnebjerg (2004, 11)

konkursens indtræden under forudsætning af, at selskabet var insolvent da tantiemen blev fastsat, jf. AL § 64, stk. 2.

(2) The business judgement rule⁵⁴

Direktører og bestyrelsesmedlemmer ifalder ikke uden videre erstatningsansvar over for selskabet, selv om det umiddelbart for omverdenen ligner en uklog/uhensigtsmæssig forrentningsmæssig beslutning. Afgørelser som bestyrelse eller direktion træffer i god tro og vilje, bygget på skøn, og et tilsyneladende forsvarligt beslutningsgrundlag, medfører ikke ansvar, selvom beslutningen er et fejlskøn (error in judgement), der får økonomiske konsekvenser. Dispositioner er ikke nødvendigvis uforsvarlige, fordi de resulterer i tab. En betydelig grad af dristighed medfører ikke automatisk uforsvarlighed ift. erstatningsansvar. Forsvarlighedsvurderingen ud fra culpapreglen skal ske på tidspunktet, hvor beslutningen får virkning overfor omverdenen, og ikke set i bagklogskabens lys⁵⁵.

(3) Ansvar over for aktionærerne

Aktionærer pådrager sig en investeringsrisiko, og sandsynligheden for tab vil altid være til stede. Selskabets overskud aftager, kursen falder, udbyttet forsvinder, og aktionæren får måske ikke solgt aktierne rettidigt. Tabsrisikoen er evident.

Culpapreglen er også gældende over for aktionærer, hvorfor aktionæren kan føre søgsmål om erstatning for tab og kursfald ved dårlig ledelse. I særlige tilfælde vil krav kunne retfærdiggøres, hvis et børsnoteret selskab har tilbageholdt væsentlig information stridende mod oplysningsforpligtelsen. Der må sondres mellem uacceptabel og acceptabel adfærd⁵⁶.

(4) Lempelse af erstatningsansvaret

Erstatningskravet kan nedsættes eller bortfalde, hvis det ville være urimeligt tyngende for den eller de ansvarlige at erstatte det opgjorte tab. Lempelsesreglen, jf. AL § 143 finder anvendelse, når dette findes rimeligt ift. skyldgraden, skadens størrelse eller omstændighederne i øvrigt.

Grunde til at nedsætte den erstatning, som almindelige regler har opgjort den erstatningsansvarlige til at betale, kan navnlig være den betydelige størrelse af tabet, fejlens undskyldelighed, den ansvarliges ukyndighed samt dennes mangel på en ansvarsforsikring⁵⁷.

⁵⁴ Betegnelse i anglo-amerikansk ret for ansvarsfrihed ved udøvelse af forrentningsmæssigt skøn i god tro

⁵⁵ Gomard (2006, 479)

⁵⁶ Gomard (2006, 482)

⁵⁷ Gomard (2006, 489)

Idømmes flere samtidigt erstatningspligtige, hæfter de solidarisk for erstatningen, jf. AL § 143, stk. 2, men med iagttagelse af eventuelt individuelt lempet erstatningsansvar.

(5) Strafansvar

Der straffes med bøde ved overtrædelse af bestemmelser i AL §§ 160 og 161. Reglen inkluderer bl.a. § 69b vedrørende retningslinjer for aktieløn, se kapitel 3.3.

Bestemmelserne i straffelovens almindelige del benyttes analogt på overtrædelser indenfor selskabsretten, jf. Straffelovens § 2. Selskabets ledere kan heraf pålægges strafansvar for culpøse handlinger i strid med selskabsretten, sanktioneret med straf, jf. Straffelovens § 19⁵⁸.

Der er altså culpaansvar, når selskabets ledelse skal idømmes ansvar, hvor hovedreglen er, at sagsøger har bevisbyrden. Der er mange faktorer, der spiller ind i denne bedømmelse, hvorfor det beror på en konkret vurdering. I forbindelse med tilbagebetaling af aktieløn, har der ikke været nogen sag med overskridelse af forsvarlighedsnormen. Alene det faktum gør det relativt svært at sandsynliggøre udfaldet i en konkret sag, men der findes altså hjemmel til det.

2.6. Delkonklusion

Der er mange grunde til, at selskaber etablerer ordninger med aktieløn. Det er et centralt ønske fra aktionærernes side at minimere interessekonflikten og asymmetrien særligt med ledelsen, ved at benytte instrumenter der optimerer interessesammenfaldet.

Der er forskellige procedurer for ordningerne, da disse fungerer på forskellig måde.

Tegningsoptioner medfører en kapitalforhøjelse, mens aktieoptioner ikke gør. Konvertible obligationer og tegningsoptioner øger likviditeten, mens aktieoptionen som minimum bevarer likviditeten uændret.

Der er flere fordele ved anvendelsen af aktieløn såsom incitamentsskabelse, likviditetsfordel og tiltrækning af og fastholdelse af medarbejderne. Ulemperne kan være, at ledelsen vælger for kortsigtede strategiløsninger til skade for aktionærerne på langt sigt, og udvanding for hidtidige aktionærer ved udnyttelse af tegningsoptioner, samt at lønnen kan blive u hensigtsmæssig høj. Ydermere kan ledelsen spekulere i en fordelagtig timing, når optionsprogrammet skal tildeles eller udnyttes, hvorved de på opportunistisk vis søger at maksimere profitten af programmet.

⁵⁸ Gomard (2006, 496)

Aflønningen af selskabets ledelse skal følge en ”forsvarlighedsnorm”, hvilket vil sige lønnen skal matche stillingens indhold og omfang, samt være forsvarlig i forhold til selskabets økonomi. Der er hjemmel til, selskabets ledelse kan pålægges, at tilbagebetale modtaget honorar inkluderende aktieløn. Der foreligger endnu ikke nogen sag, hvor selskabets ledelse er blevet pålagt at tilbagebetale modtaget aktieløn.

Selskabets ledelse kan pålægges erstatningsansvar, hvis selskabets aktionærer er påført økonomisk skade afledt af en culpøs handling fra ledelsens side. Det er aktionærerne der har bevisbyrden i en konkret sag.

3. Oplysningskrav

Der er de seneste år indført skærpede krav til oplysninger i regnskabet vedrørende aktieløn såvel national som international regulering. Kapitlet analyserer nærmere værdien af denne information, og i hvor høj grad selskaberne efterlever oplysningskravene.

Formålet med kravene generelt er, at give oplysninger i årsrapporten om aktiebaseret vederlæggelse som kan sætte regnskabsbrugeren i stand til at bedømme effekten på virksomhedens aktiver og forpligtelser, resultat, pengestrømme samt finansielle stilling.

Det undersøges nærmere i kapitlet om der er nogen tendens til at følge de nye regler, eller om der stadig er mangler.

Årsregnskabsloven

Der gælder særlige oplysningskrav vedrørende aktiebaseret vederlæggelse for selskaber i regnskabsklasse C og D, hvilket inkluderer de danske børsnoterede selskaber, jf.

Årsregnskabsloven⁵⁹ (ÅRL) § 7, stk. 1. Oplysningskravene er hjemlet i ÅRL § 98b, hvorefter selskabet skal angive samlede vederlag til nuværende og forhenværende ledelsesmedlemmer, samt hvilken del af ledelsen der er tildelt særlige incitamentsprogrammer. Informationen skal angive, hvilke ydelser programmet omfatter, og hvad der er nødvendigt for at vurdere værdien heraf. Bestemmelsen er ikke særlig detaljeret, da der ikke er nogen afgrænsning af, hvilke oplysninger der specifikt skal oplyses. Udover regnskabsmæssige bestemmelser er der særlige regler fra Københavns Fondsbørs (Børsen).

Københavns Fondsbørs⁶⁰

Der er sket flere ændringer til de regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S, som Børsen har udstedt siden det første regelsæt kom i 1999. Den vigtigste informationsforpligtelse som påhviler et børsnoteret selskab, er hjemlet i regelsættets⁶¹ del 2 aktier (OPL), afsnit 3, § 16. Bestemmelsen er grundlæggende i sin formulering, jf. § 16, stk. 1, og er en gengivelse af bestemmelsen i Værdipapirhandelsloven⁶² (VHL) § 27, stk. 1.

⁵⁹ Lovbekendtgørelse 2006-06-15 nr. 647 som ændret ved L 2007-02-07 nr. 108, L 2008-06-17 nr. 468 og L 2008-06-17 nr. 516

⁶⁰ Københavns Fondsbørs A/S skiftede i juli 2007 navn til OMX Den Nordiske Børs København i daglig tale Børsen

⁶¹ Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S senest udstedt i revideret udgave d. 1. november 2007

⁶² Lovbekendtgørelse 2008-08-19 nr. 848 om værdipapirhandel mv.

Bestemmelsen er før blevet kaldt oplysningsforpligtelsernes generalklausul⁶³, og forpligter selskaber til generelt at oplyse omverdenen om relevant information. Specifikt lister regelsættets del 2, afsnit 3, § 19 de oplysningskrav, der stilles til indførelse af incitamentsprogrammer over for Børsen.

De væsentligste punkter angiver krav om, at meddelelsen skal indeholde oplysninger om hvilken type, personkreds og fordeling, tidspunkt, underliggende antal aktier, målsætning, udnyttelsespris, optjeningskrav og markedsværdi den aktiebaserede vederlæggelse vedrører, jf. OPL § 19, stk. 1. Oplysningsforpligtelserne omfatter også udstedelse af ekstraordinære bonusordninger, jf. stk. 2. Informationskravet om markedsværdien er med tiden blevet skærpet, og forpligter nu selskabet til selv at angive værdien af den aktiebaserede vederlæggelse, samt hvordan denne er opgjort, herunder hvilke forudsætninger der gør sig gældende.

I forbindelse med overtrædelse af gældende regler, er sanktionsmulighederne hjemlet i regelsættets afsnit 5, § 1. Børsen kan i henhold til bestemmelsen udstede en påtale eller sanktionere økonomisk ved at pålægge en afgift på op til tre gange den årlige afgift dog min. 25.000 kr. og maks. 1 mio. kr.. Hovedreglen er, at påtaler skal offentliggøres med udsteders identitet, men kan undtages i tilfælde af mindre forseelser, eller hvor særlige omstændigheder gør sig gældende.

Regnskabsvejledning 20

Der findes en regnskabsmæssig vejledning, som skal sikre korrekt præsentation af aktieløn.

Regnskabsvejledning 20 (RV20) ”Oplysning om aktiebaseret vederlæggelse med egne aktier” trådte i kraft 1. januar 2003, og omfatter en detaljeret opgørelse over hvilke oplysninger, der skal leveres i årsrapporten. Vejledningen kan siges at være en videreudvikling af oplysningsforpligtelserne ovenfor, hvor denne skal præcisere hvorledes informationen kan præsenteres i årsrapporten, jf. afsnit 7. Den væsentligste forskel mellem RV20 og OPL § 19, er nogle yderligere krav til beskrivelse af formålet, type, indhold og betingelser ved aktiebaseret vederlæggelse.

RV 20 omfatter i princippet kun egenkapitalinstrumenter og ikke kontantbaserede ordninger, hvor IFRS 2, som gennemgås nedenfor, omfatter alle former for aktiebaseret vederlæggelse. RV20 er mere skærpet angående præsentation af kategoriseringen af aktieløn på de forskellige grupper af modtagere. Der kræves yderligere information omkring til- og afgang, værdi primo og ultimo, udløbne ordninger samt gennemsnitlig udnyttelseskurs og løbetid⁶⁴.

⁶³ Bechmann & Jørgensen (2002, 5)

⁶⁴ Bechmann & Hjortshøj (2006, 13)

Reglerne indtil nu har været ens, ved alle kun at vedrøre danske selskaber. Den 1. januar 2005 trådte en international standard i kraft, IFRS 2, som generelt er en mere omfattende standard.

3.1 IFRS 2, Share-based Payment

IFRS 2 indeholder både krav til oplysning, måling og indregning i årsregnskabet gældende for alle former for aktieløn. Derfor er standarden tilsyneladende mere omfangsrig, på nær nogle få områder hvor denne er tavs, se nedenfor.

IFRS 2 angiver de overordnede oplysningskrav, afsnit 44, 46 og 50. Det første krav vedrører primært forståelse og omfang af ordninger, ”Virksomheder skal give oplysninger, der gør det muligt for regnskabsbrugere at forstå arten og omfanget af aktiebaserede vederlæggelsesordninger, som har eksisteret i regnskabsåret” herunder skal der minimum oplyses om hvilke typer, generelle vilkår og betingelser fx optjeningskrav for hver ordning samt hvilken afregningsmetode, jf. afsnit 45.

Det andet krav omhandler værdiansættelsen, ”Virksomheder skal give oplysninger, der gør det muligt for regnskabsbrugere at forstå grundlaget for opgørelsen af dagsværdien af modtagne varer og tjenesteydelser eller dagsværdien af tildelte egenkapitalinstrumenter i løbet af regnskabsåret”.

Det sidste krav omhandler forståelsen af effekten, ”Virksomheder skal give oplysninger, der gør det muligt for regnskabsbrugere at forstå virkningen af aktiebaseret vederlæggelse på virksomhedens resultat i regnskabsåret og på virksomhedens finansielle stilling”.

Bestemmelserne ovenfor har mange lighedstræk med de før nævnte danske regler i OPL § 19 og RV20. IFRS 2 omfatter, jf. afsnit 45 yderligere oplysningskrav om antal og vejet gennemsnitlig udnyttelseskurs for aktieoptioner, der er bortfaldet i løbet af regnskabsåret og dem med mulighed for udnyttelse ved regnskabsårets afslutning samt gennemsnitlig aktiekurs for udnyttede optioner på udnyttelsestidspunktet i løbet af regnskabsåret. IFRS 2 er derimod tavs vedrørende oplysningskrav omkring en fordeling af optioner på de forskellige typer af modtagere, som det er nævnt i RV20. Oplysningskrav der vedrører værdiansættelse, omfatter primært angivelsen af beregningsmodel herunder forudsætningerne. Hvilket skal forstås som aktiekurs, udnyttelseskurs, volatilitet, løbetid, risikofri rente samt forventet udbytte⁶⁵.

⁶⁵ Fedders & Steffensen (2008, 146)

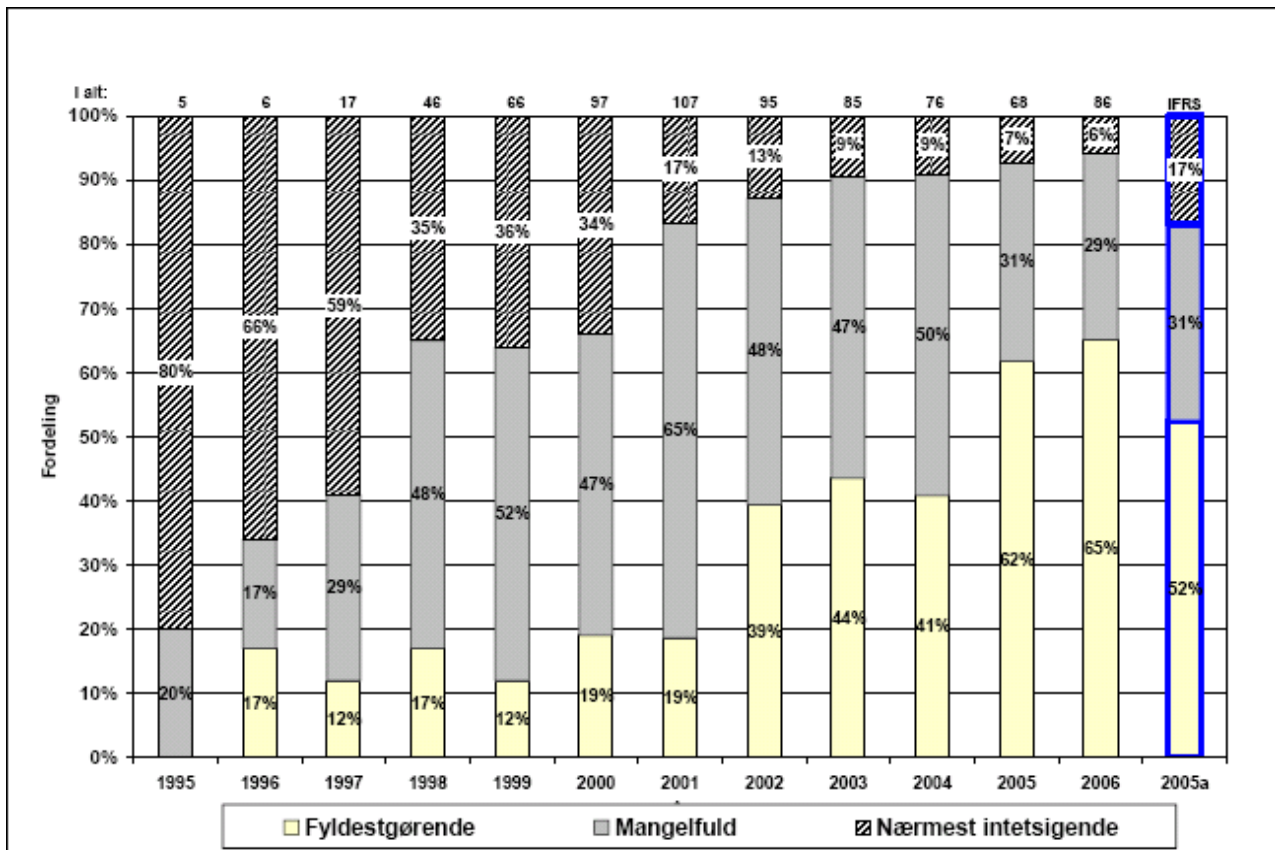
3.2 Informationskvaliteten

Der er altså siden 1999, hvor det første regelsæt kom fra Københavns Fondsbørs sket en markant udvikling og skærpelse af kravene til børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser vedrørende aktieløn. Reglerne har til hensigt at oplyse aktionærer om art, omfang herunder optjeningskrav mm., så denne kan vurdere den potentielle effekt, og derved også bedre kan vægte mellem eventuelle fordele eller ulemper. Aktionæren får kun gavn af reglerne, hvis selskaberne efterlever dem, hvilket det følgende afsnit viser, ikke nødvendigvis er tilfældet.

Informationskvaliteten generelt

Der blev i maj 2007 offentliggjort en rapport, som viser hvordan options aflønninger i danske børsnoterede selskaber har udviklet sig fra 1995-2006 mht. efterlevelse af gældende regler vedrørende oplysningskrav. Rapporten benytter kvaliteten af den information der offentliggøres dels ved fondsmeddelelser og dels i årsrapporten. På trods af, at der har været regulering vedrørende oplysningsforpligtelser siden 1999, er selskaberne først de seneste par år i højere grad begyndt at oplyse i overensstemmelse med gældende ret.

Nedenfor ses figur 1, hvor det for alle år er vurderet i hvor høj grad informationen muliggør en værdiansættelse af aktie aflønningen. Dette med undtagelse af 2005a, hvor det er vurderet, i hvor høj grad informationen har været i overensstemmelse med de specifikke krav i IFRS 2.



Figur 1: Udviklingen i kvaliteten af den information, der leveres om optionsafløbning⁶⁶

Figur 1 viser udviklingen i kvaliteten af den leverede information. For hvert år er selskaberne grupperet i tre kategorier ”fyldestgørende”, ”mangelfulde” og ”nærmest intetsigende”. Betegnelsen ”fyldestgørende” tildeles selskaber, hvor informationen er helt i overensstemmelse med de overordnede krav, hvorved en rimelig nøjagtig værdiansættelse kan beregnes. Selskaber, hvor informationen ikke er detaljeret nok til en værdiansættelse betegnes ”mangelfuld”, hvilket kan være flere forskellige elementer indeholdt i beregningen af optionens værdi, som beskrevet ovenfor i oplysningskravene. Betegnelsen ”nærmest intetsigende” benyttes ved selskaber hvor central information mangler for at forstå optionernes omfang, såsom antal optioner, udnyttelseskurs eller løbetid.

Undersøgelsen omfatter en sondring mellem opfyldelse efter IFRS 2 eller hidtidige regler før 2005, da standarden trådte i kraft, hvilket er indikeret som 2005a. Selskaber er grupperet på samme måde,

⁶⁶ Bechmann (2007, 5)

hvor ”fyldstgørende” gives ved oplysninger i rimelig overensstemmelse med IFRS 2 med kun få mindre betydningsfulde mangler. Definitionerne er ellers fastholdt for grupperne.

Figur 1 viser tydeligt, at udviklingen i den leverede information forbedres i perioden fra 1995 til 2006. Det er bemærkelsesværdigt, hvordan den leverede information forbedres markant i de år, hvor der træder nye regler i kraft. Oplysningsforpligtelserne udstedt af Børsen skærpes i 2002 og IFRS 2 træder i kraft fra og med 2005. Begge år observeres der en tydelig forbedring af informationen. Omtrent 20 % af selskaberne forbedrer begge år informationen i en sådan grad, at de leverer fyldstgørende information.

Den nærmere undersøgelse af IFRS 2 viser i 2005a, at yderligere 10 % af selskaberne ikke leverer fyldstgørende information og ligeledes 10 % som ikke leverer central information sammenholdt med 2005. Denne udvikling forbedres i 2006, men det kan konkluderes, at informationen stadig kan forbedres. Status er, at der i 2006 er 86 børsnoterede selskaber med options aflønning i Danmark, hvilket svarer til 47 % af samtlige børsnoterede, se kapitel 4.1.

Ud af de 86 selskaber leverer mere end 1/3 (35 %) information i et sådan omfang, at en værdiansættelse helt umuliggøres. Det skyldes primært, at informationen ikke er detaljeret nok, men for 1/6 er den nærmest intetsigende⁶⁷.

Ud fra grafen ses det, at der med IFRS 2 er sket en tilbagegang i kvaliteten, hvorved informationen overordnet set er blevet forringet, da flere selskaber ikke leverer nok information til at sætte regnskabsbruger i stand til at foretage en værdiansættelse.

Jeg mener, det er et problem, at informationen ikke er tilstrækkelig i 1/3 af selskaberne.

Informationen skal medvirke til, at aktionæren kan forstå effekten af aktieløn, og derved bedre kunne opveje fordele og ulemper i relation til den omkostning, aktieløn udgør for den enkelte virksomhed.

Det kan være svært at måle den direkte effekt af aktieløn for den enkelte aktionær, men med de nye regler der er kommet for godkendelse af retningslinjer, sikres aktionæren nu en større grad af indflydelse, og derved formentlig også forståelse for den potentielle effekt af aktieløn.

⁶⁷ Flere af disse selskaber er lige blevet noteret

3.3 Retningslinjer for incitaments aflønning

Der er i relation til aktieløn udstedt en ny bestemmelse, som har til formål at styrke åbenheden om aktieløn i danske børsnoterede selskaber. I forbindelse med de informationskrav omtalt ovenfor, er der i juni 2007 trådt nye regler i kraft vedrørende godkendelse af overordnede retningslinjer for incitaments aflønning af bestyrelse og direktion⁶⁸.

Reglen er indsat som § 69b i AL, og har virkning for alle børsnoterede selskabers først kommende generalforsamling efter ikrafttrædelsen d. 1. juli 2007

Den centrale bestemmelse lyder, ”Inden et selskab, ..., indgår en konkret aftale om incitaments aflønning af et medlem af selskabets bestyrelse eller direktion, skal selskabets bestyrelse have fastsat overordnede retningslinjer for selskabets incitaments aflønning af bestyrelse og direktion. Retningslinjerne skal være behandlet og godkendt på selskabets generalforsamling”, jf. AL § 69b, stk. 1.

Incitaments aflønningen omfatter enhver form for variabel aflønning, og er ikke begrænset til aktiebaseret aflønning, såsom aktieoptioner eller tegningsretter. Dvs. ikke-aktiebaserede bonusordninger og resultatkontrakter samt lignende instrumenter er inkluderet. Derimod er den normale faste gage ikke omfattet, og dette uanset om gagen er meget høj.

Samtlige incitamentsaftaler indgået med bestyrelse og ledelse skal bygge på de generalforsamlingsgodkendte retningslinjer uanset andre personer uden for ledelsen deltager i incitamentsprogrammet.

Det skal tydeligt fremgå efter hvilke principper, aftaler om incitaments aflønning kan indgås. Retningslinjerne bør som minimum indeholde oplysning om, hvilke personer der kan tildeles aktieløn, hvilke ydelser der kan indgå, hovedbetingelserne for ydelsens tildeling, den anslåede nutidsværdi og det tidsmæssige perspektiv herunder evt. frister for udøvelse af optionerne⁶⁹.

Bestemmelsen har som sagt til formål at styrke åbenheden, hvorfor det kræves at retningslinjerne indeholder klare oplysninger, som kan forstås af alle aktionærer. Der kan ikke forventes særligt kendskab til beregning af værdiansættelse blandt aktionærerne⁷⁰.

Efter godkendelse skal der i vedtægterne optages en bestemmelse omhandlende godkendelse af retningslinjer for incitaments aflønning. Disse retningslinjer skal endvidere uden ugrundet ophold offentliggøres på selskabets hjemmeside, jf. AL § 69 b, stk. 2. Bestemmelsen omfatter også forlængelse af eller ændringer i eksisterende aftaler, jf. stk. 4.

⁶⁸ Lov nr. 576 af 6. juni 2007

⁶⁹ Bemærkninger til lov nr. 576 af 6. juni 2007

⁷⁰ Bemærkninger til lov nr. 576 af 6. juni 2007

Komitéen for god selskabsledelse har den 14. januar 2008 offentliggjort en vejledning⁷¹ til bestemmelsen. Vejledningen omfatter forslag til bestyrelsen om generelle overvejelser vedrørende selskabets vederlagspolitik i forbindelse med incitamentsaf lønning og indholdet af retningslinjerne ift. bestemmelsen.

Det foreslås at bestyrelsen grundigt overvejer formålene med og principperne for incitamentsaf lønning, samt hvilke fordele, ulemper og konsekvenser aftalens indhold kan få for selskabet og dets overordnede strategi.

I kraft af den nye bestemmelse har Komitéen for god selskabsledelse opdateret deres rapport ”Anbefalinger om god selskabsledelse af 15. august 2005”, se kapitel 5.2.

Bestemmelsen om overordnede retningslinjer for incitamentsaf lønning sætter aktionæren i stand til at forstå art, omfang og værdien af programmet. Ydermere er samtlige ordninger der tildeles ledelsen, nu et generalforsamlingsanliggende, hvilket medfører at aktionærene får mulighed for at stemme for og imod retningslinjerne, som danner grundlag for etableringen af incitamentsaf lønninger. På denne måde er der indført mere åbenhed, men også mere indflydelse bredt blandt aktionærene.

Reglerne er så relativt nye, at der formentlig ikke er mange selskaber, der har haft nyskrevne retningslinjer til godkendelse på generalforsamlingen. Dette medfører også, at der endnu ikke er nogen målbar effekt af bestemmelsen. De selskaber, som har omfattende programmer i forvejen, er ikke forpligtet til at udarbejde retningslinjer, medmindre der sker ændring eller forlængelse af eksisterende eller nye tildelinger. Det vil som udgangspunkt kræve helt nye procedurer blandt selskaberne, fordi disse ikke har været forpligtet i et sådan omfang tidligere.

Reglen er til gavn for aktionæren, da denne sikres større indflydelse, men jeg mener stadig, det er vigtigt at holde sig for øje, at fordi oplysningerne om aktieløn forbedres, og aktionæren derved får et større indblik i de underliggende faktorer, så får den enkelte aktionær ikke indflydelse på selve udformningen af aktielønsordningen. Godkendelsen af retningslinjer mener jeg ikke sikrer, at aktionæren får en større indflydelse på selve udformningen. Retningslinjerne skal offentliggøres men selve den underliggende kontrakt skal ikke offentliggøres, hvorfor aktionæren ikke har tilstrækkelig kendskab til de incitament ordningen efterlader ledelsen herunder den

⁷¹ Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaf lønning, jf. aktieselskabslovens § 69 b

opportunistiske adfærd. Aktionæren har derfor ikke mulighed for at påvirke udformningen af aktielønsprogrammet, da retningslinjerne ikke medfører direkte indflydelse på udformningen af programmet.

Ydermere forhindrer retningslinjerne ikke at aktielønsordningen stiger kraftigt i værdi, som reaktion på stigning i aktiekursen på den underliggende aktie. Desuden kan ledelsen fortsat aftale sig til en aktielønsordning, hvor dennes opportunistiske adfærd kan udnyttes såsom ved fordelagtig timing af tildeling og udnyttelse for ledelsen samt en kortsigtet ledelsesstrategi med henblik på hurtig kursstigning på den underliggende aktie. Dette skyldes, at bestemmelsen alene forpligter til oplysning overfor aktionærene, men der er ikke tale om en decideret skærpelse af retningslinjerne for udformning af aktielønsordninger.

3.4 Delkonklusion

Der har i mange år været oplysningskrav vedrørende incitamentsaf lønning i danske børsnoterede selskaber. Den internationale regnskabsstandard IFRS 2, har medført skærpede krav til oplysning om aktieløn. Standarden forpligter selskaberne til at oplyse om generelle vilkår og betingelser herunder fx optjeningskrav for hver ordning.

Børsnoterede selskaber har generelt forbedret den leverede information i årsrapporten. Ny regulering har en direkte målbar virkning på informationskvaliteten. I 2006 havde 86 danske børsnoterede selskaber etableret en form for aktieløn, og af disse leverer ca. 2/3 fyldestgørende information i overensstemmelse med de gældende oplysningskrav. Den sidste 1/3 mangler stadig centrale elementer, hvilket umuliggør en værdiansættelse. Derfor er der ud fra undersøgelsen, stadig en 1/3 der ikke opfylder de oplysningskrav, der i dag gælder for danske børsnoterede selskaber.

Den 1. juli 2007 trådte nye regler i kraft omhandlende overordnede retningslinjer for incitamentsaf lønning. Disse regler skal fremadrettet sikre, at ethvert incitamentsprogram aftalt med medlemmer af bestyrelsen eller ledelsen er i overensstemmelse med retningslinjer godkendt på generalforsamlingen. Dette skal styrke åbenhed, indflydelse og gennemsigtighed på markedet, hvilket undersøgelsen viser, at der til dels også er brug for.

Jeg mener reglen er til gavn for aktionæren, da både indflydelse og åbenhed styrkes, når aktionæren skal godkende retningslinjerne. Reglen forhindrer dog ikke, at ledelsen fortsat kan agere

opportunistisk. Det er stadig muligt, at ledelsen tildeles favorable aktielønsordninger, der udnyttes en fordelagtig timing ved tildeling og udnyttelse af programmet for ledelsen samt der føres en kortsigtet strategi med henblik på en hurtig kursstigning på den underliggende aktie.

Aktionæren skal godkende retningslinjerne for incitamentsaflønnning, men har ikke direkte indflydelse på udformningen af aktielønsordningen, da det fortsat er et bestyrelsesanliggende.

4. Aktielønnens omfang

Der blev kort nævnt i sidste kapitel, at 86 børsnoterede selskaber havde etableret ordninger med aktieløn i 2006. For at forstå omfanget af de omkostninger, der relaterer sig til brugen af aktieløn, så analyseres omfanget af tildelinger og udnyttelser i børsnoterede selskaber nærmere i det følgende kapitel. Først vurderes omfanget, og værdien af ordninger i børsnoterede selskaber. Ydermere hvordan optionerne er blevet fordelt på modtagergrupper, og hvor stor gevinsten har været for modtager, og derved hvad omkostningen har været for aktionærerne.

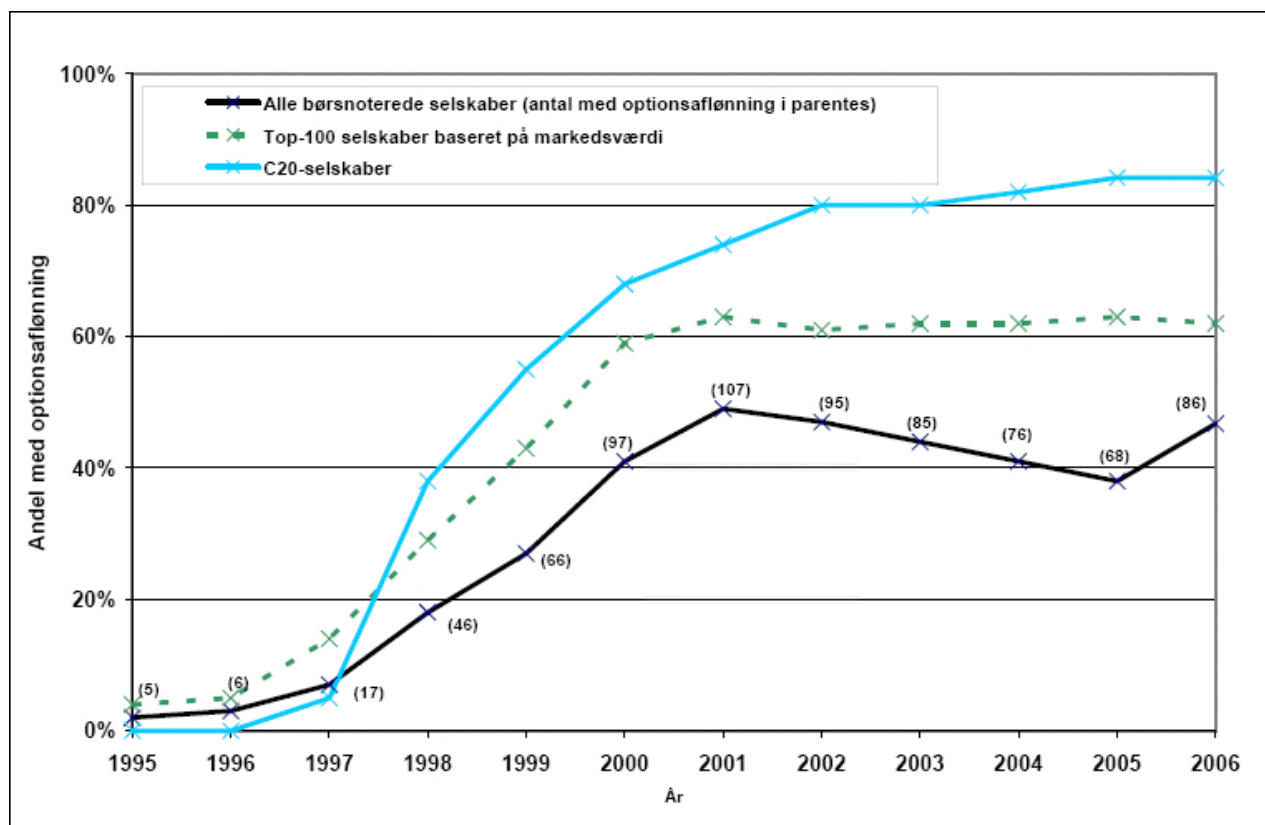
4.1 Aktieløn i tal

De børsnoterede selskaber har haft en stigende interesse for optionsordninger fra 1995-2006, se figur 2, hvor antallet af selskaber med aktielønsordninger stiger kraftigt frem mod årtusindskiftet, og når sit umiddelbare højdepunkt i 2001 med 107 selskaber, hvor der i 1995 kun var 5 selskaber med optionsaflønnning.

Efter den kraftige stigning observeres der et fald frem til 2005, hvor der kun er 68 selskaber der anvender optionsaflønnning. Grundet en stigning i børsnoteringer er den procentvise andel stort set stabil i den samme periode omkring 40-50 %. I 2006 observeres der 86 selskaber med optionsaflønnning svarende til 47 %. Stigningen skyldes flere nyligt noterede selskaber, samt flere selskaber der efter en pause begynder at anvende optionsaflønnning igen i 2006.

For så vidt angår C20-selskaberne ses der en kraftig stigning fra 1997 til 2002, hvorefter der stabilt er registreret omtrent 80 % af C20-selskaber med optionsaflønnning i den efterfølgende periode, kun med en mindre stigning frem til 2006. Det viser at andelen af selskaber med optionsaflønnning er større blandt de største selskaber, hvilket formentlig skyldes deres behov for at differentiere sig fra de mindre fx vedrørende aktionærkreds, og derfor bliver bedre afdækket med aktieløn. Det stemmer overens med nogle af de fordele, der er nævnt tidligere ved anvendelse af aktieløn, jf. kapitel 2. Et tværsnit af selskaberne fordelt på brancher i år 2006 viser, at medicinal- og IT-industrien er de mest markante, da 80-90 % af de børsnoterede selskaber indenfor disse brancher har optionsaflønnning. Denne tendens kan forklares med behovet for viden og

knowhow i de brancher, hvorfor der formentlig er større behov for at tiltrække og fastholde medarbejdere⁷². Dette understøtter igen argumentationen ovenfor, vedrørende fordele ved aktieløn.



Figur 2: Udviklingen i antallet og andelen af selskaber, der anvender optionsaflønnning⁷³

I relation til oplysningskravene, som nævnt ovenfor, undersøges de generelle karakteristika nærmere, hvor der kun medtages nye tildelinger af optionsaflønnning efter 1. januar 2005, hvilket medfører en population af selskaber på 68.

Blandt de betragtede selskaber er der 11 selskaber (16 %), der eksplicit angiver, at alle eller en væsentlig del af optionerne kun tildeles, hvis mere eller mindre klart beskrevne mål opfyldes.

I forhold til fordeling af optioner på modtagergruppe viser undersøgelsen, at optioner er tildelt til 14 % af bestyrelserne, 98 % af direktionerne og at 86 % af selskaberne har tildelt medarbejdere optioner.

Der er kun kendskab til, hvor mange medarbejdere det er i ca. 80 % af de betragtede selskaber, hvor ca. 4 % (8000 mennesker) er tildelt optioner ud af en population på 200.000 mennesker⁷⁴.

⁷² Bechmann (2007, 4)

⁷³ Bechmann (2007, 3)

Det er altså et faktum, at blandt nye tildelinger i danske børsnoterede selskaber etableret efter 1. januar 2005 til og med 2006, så tildeles stort set enhver direktion aktieløn. Jeg mener, det er ret bemærkelsesværdigt, at samtlige børsnoterede selskaber i den pågældende periode har set sig nødsaget til at tilbyde direktionen aktieløn, som et supplement til den ordinære gage.

Bestyrelsen derimod er i langt mindre grad tildelt aktieløn. Dette skyldes formentlig også anbefalingerne om god selskabsledelse, der direkte anbefaler at undlade aktieløn til bestyrelsen, se kapitel 5.

4.2 Aktieløn i værdi

Værdien af ordninger vedrørende aktieløn har udviklet sig kraftigt de seneste år, hvor nedenstående tabel 1 omfatter almindelig optioner og tegningsretter i de selskaber, der har oplyst nok til at kunne værdiansætte optionerne korrekt. Tabel 1 viser den samlede værdi af alle udestående optioner, samt værdien fordelt på modtagergruppe. Det ses tydeligt, at værdien har varieret over perioden, hvilket blandt andet skyldes generel udvikling på aktiemarkedet. Udviklingen i værdien når således sit første maksimum i 2000, hvor værdien var 3,8 mia. kr. Derefter falder værdien frem til 2002, og stiger kraftigt indtil 2006 hvor den når sit næste maksimum på 8,2 mia. kr.

År	Selskaber med nødvendig info.	Værdi i alt (mio. kr)	Andel		
			Best.	Dir.	Medarb.
1995	0	-	-	-	-
1996	1	5	0%	18%	82%
1997	4	40	0%	45%	55%
1998	30	311	2%	49%	50%
1999	48	1.235	1%	28%	71%
2000	75	3.792	5%	29%	65%
2001	84	2.950	5%	24%	70%
2002	79	1.686	3%	23%	74%
2003	72	2.693	2%	22%	75%
2004	64	3.845	3%	21%	76%
2005	61	6.392	2%	23%	75%
2006	68	8.223	3%	24%	73%

Tabel 1: Udviklingen i den samlede værdi af alle udestående optioner ultimo hvert år samt fordelingen af denne værdi på hver modtagergruppe⁷⁵

⁷⁴ Bechmann (2007, 8)

⁷⁵ Bechmann (2007, 10)

Et tværsnit af denne analyse viser størrelsen af selskabernes udestående programmer. Tabel 2 viser tydeligt, at der er sket en kraftig vækst i de enkelte optionsprogrammer. Gennemsnitsværdien næsten seksdobles i perioden fra 2002 til 2006. Den maksimale værdi der er registreret af et optionsprogram er på 1,3 mia. kr. Denne værdi er fremkommet ud fra et optionsprogram påbegyndt i 1998.

År	Værdier i mio. kr.			
	I alt	Gennemsnit	Median	Maksimum
1995	-	-	-	-
1996	5	5	5	5
1997	40	8	8	22
1998	311	9	3	60
1999	1.235	25	6	283
2000	3.792	49	11	418
2001	2.950	34	5	598
2002	1.686	21	4	304
2003	2.693	36	9	405
2004	3.845	57	14	583
2005	6.392	98	19	830
2006	8.223	117	27	1.302

Tabel 2: Udviklingen i værdien af de enkelte selskabers optioner⁷⁶

Ud fra ovenstående grafer kan det konkluderes, at værdien af optionsprogrammer er steget kraftigt de sidste år, hvilket både den samlede værdi, gennemsnit og maksimum af et optionsprogram illustrerer i tabel 2. Det faktum at medianen også stiger kraftigt indikerer, at stigningen ikke kun skyldes store tildelinger blandt nogle få selskaber, men derimod ses stort set i alle selskaber, der anvender optionsaflønnning.

De betingelser som optionsprogrammerne har indeholdt, samt det faktum at vi i de seneste mange år har oplevet en generel stigning på aktiemarkedet, hvilket knytter sig tæt til den højkonjunktur det danske erhvervsliv og samfundet generelt har befundet sig i, har medført en kraftig stigning i værdien af optionsprogrammer i danske børsnoterede selskaber.

De største tildelinger sker i 2000 og 2006 med hhv. 2.042 mio. kr. og 1.100 mio. kr. Fordelingen på modtagergruppe viser en ændring i sammensætningen, da andelen til direktionen stiger fra 16 % i

⁷⁶ Bechmann (2007, 10)

2001/2002 til 25 % i 2006, og medarbejderandel falder omtrent tilsvarende til 72 % i 2006⁷⁷.

Tildelinger til bestyrelsen falder med et enkelt udsving fra 2000 til 2006, hvor 3 % tildeles nye ordninger, hvilket er i overensstemmelse med Nørby-udvalgets rapport fra 2001, se kapitel 5. Det anbefales i rapporten, at bestyrelsen ikke bør tildeles løn i form af optionsprogrammer, hvilket det tyder på, at selskaberne umiddelbart har inddraget i deres overvejelse om tildeling af aktieløn.

Gevinst ved udnyttelse

Værdien af optionsprogrammer er steget kraftigt i årene frem til 2006, hvorfor det kunne forventes at indehaverne også har udnyttet optionerne. Det er som nævnt tidligere kun rationelt at gøre, hvis optionen er ”in the money”. I den pågældende periode har det danske aktiemarked generelt oplevet en stigning i aktiekursen, hvilket stigningen i værdien af optionsprogrammerne også indikerer. Derfor må mange optionsprogrammer have været ”in the money” i den pågældende periode.

I forhold til tabel 1 og 2, er afregning et udtryk for de værdier, der er forsvundet ud af opgørelsen i løbet af året, og det kan derfor være med til at illustrere værdien af optionsprogrammerne. Selve værdiansættelsen omtales ikke nærmere, men der henvises til litteraturen⁷⁸.

Værdiansættelsen kræver en detaljeret mængde information, hvilket generelt har været mangelfuldt tidligere. Gevinster er derfor ikke værdiansat før 2003, og perioden er derfor relativt kort, men derimod med brugbar og pålidelig information. Grundet udviklingen i aktiekurser fra 2000-2003 samt det faktum at de fleste optioner ikke kan udnyttes de først 2-3 år, så vurderes der ikke at være udnyttet mange optioner i perioden indtil 2003⁷⁹.

År	Antal selskaber	Værdier i mio. kr.			
		I alt	Gennemsnit	Median	Maksimum
2003	25	169	7	2	46
2004	35	706	20	7	95
2005	45	1.479	33	15	311
2006	47	2.769	59	11	526

Tabel 3: Antallet af selskaber, hvor der har været udnyttelse af optioner samt størrelsen af gevinsten⁸⁰

⁷⁷ Bechmann (2007, 11)

⁷⁸ Bechmann & Hjortshøj (2006, 20-28)

⁷⁹ Bechmann (2007, 13)

⁸⁰ Bechmann (2007, 14)

Tabel 3 viser tydeligt hvordan både antallet af selskaber, hvor der har været udnyttet optioner samt de tilhørende gevinster ved udnyttelsen er vokset kraftigt fra 2003 til 2006. I 2003 blev der udnyttet optioner til en værdi af 169 mio. kr. med et gennemsnit på 7 mio. kr., og den maksimalt beregnede udnyttelse til 46 mio. kr. I 2006, kun tre år efter, er værdien af samtlige udnyttede optioner steget til 2,8 mia. kr. med et gennemsnit på 59 mio. kr. pr. selskab, hvor den maksimalt beregnede enkeltstående udnyttelse overstiger 0,5 mia. kr.

Tabellen viser, at den samlede værdi af gevinsterne stiger kraftigt hvert eneste år, samt at gennemsnittet pr. selskaber også stiger kraftigt. Medianen falder fra 2005 til 2006, hvilket tyder på, at der har været flere enkeltstående store udnyttelser. Maksimumudnyttelsen understøtter dette argument, da denne stiger fra 311 mio.kr. til 526 mio. kr. på kun et år.

Der er altså en kraftig stigning i værdien ved udnyttelse af optionsprogrammer, og de største udbetalinger virker astronomiske set i forhold til selskabernes størrelse i global målestok.

Afregningen er et udtryk for den værdi der fragår virksomheden og derved aktionærene. Perioden har været med højkonjunktur, hvorfor aktiekurserne generelt er steget, hvilket har været til gavn for både aktionærer og optionsindehavere. Det kan diskuteres, i hvor høj grad optionsindehavernes forventede ekstrainsats har været skyld i denne fremgang for det enkelte selskab, eller om det blot er et udtryk for generel vækst i samfundet, og derved vækst i aktiekursen.

Er det sidste tilfældet har optionsprogrammet isoleret set været en ulempe for aktionæren, da omkostningerne ved optionsprogrammet overstiger den ekstrainsats, som direktionen har ydet.

Den ekstrainsats er svær at måle isoleret, se kapitel 7.

I kraft af højkonjunktoren vurderes det ret utænkeligt, at det for samtlige direktioner er gældende, at deres ekstrainsats er skyld i værdiskabelsen, men i stedet er udtryk for at være til stede det rigtige sted på det rigtige tidspunkt. Derved belønnes ledelsen ikke kun for egen indsats, men også for markedspåvirkninger, som er uden for ledelsens kontrol⁸¹.

Aktionæren skal forvente også at betale for at fastholde og tiltrække en kompetent direktion, men om den reelle omkostning for aktionæren, ved anvendelsen af aktieløn, kan måle sig med alternativomkostningen ved en ny direktion, finder jeg diskutabel.

⁸¹ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 60)

4.3 Delkonklusion

Der sker særligt i perioden fra 1997-2001 en kraftig stigning i antallet af børsnoterede selskaber, der anvender optionsprogrammer. Blandt C20-selskaberne benytter min. 80 % optionsprogrammer i hele perioden fra 2002 til 2006, hvor omtrent 50 % af alle børsnoterede selskaber, svarende til 86 selskaber, i 2006 har etableret ordninger med aktieløn.

Værdien stiger kraftigt i perioden for børsnoterede selskaber, hvor den samlede værdi af programmer i 2002 er 1,7 mia. kr., så er værdien i 2006 steget til 8,2 mia. kr., hvilket er næsten en femdobling på kun 4 år.

Værdien stiger ikke kun for enkelte selskaber, da både gennemsnit pr. selskab og median samt maksimum stiger i den samme periode. I 2002 er gennemsnittet pr. selskab 21 mio. kr., medianen 4 mio. kr. og maksimum for en optionsordning 304 mio. kr. I 2006 er gennemsnittet steget til 117 mio. kr. pr. selskab, medianen til 27 mio. kr., og den maksimale værdi af et optionsprogram steget til 1,3 mia. kr. Stigningen skyldes også, at der i flere år bliver tildelt ordninger, uden at disse bliver udnyttet. Udnyttelsen af optionsprogrammer stiger først mærkbart i 2004, hvor der bliver udnyttet optionsprogrammer for 706 mio. kr. I 2006 er dette tal steget til 2,8 mia. kr. fordelt på 47 selskaber. Den maksimalt beregnede enkeltstående udnyttelse er 526 mio. kr. i 2006.

Selskaberne fastholder anvendelsen af optionsprogrammer som element i aflønningen, da alle brugbare årsrapporter i perioden fra 2005 til 2006 viser, at over halvdelen af de børsnoterede selskaber tildeler direktionen optionsordninger.

Værdien ved udnyttelse af optionsprogrammer viser, at indsatsen også belønner indehaverne. Enkeltstående kontantafregninger virker som astronomiske beløb set i forhold til størrelsen på selskaberne, når der tænkes i global målestok.

Det kan diskuteres, hvor vidt denne værdiskabelse er et udtryk for en ekstra indsats fra direktionen, eller i højere grad udtryk for en naturlig kursstigning i en periode med højkonjunktur. Derved bliver aktieløn let en større omkostning for aktionæren end den målbare gevinst, hvilket naturligvis er en ulempe og ikke en fordel for aktionæren. Aktionæren skal forvente også at betale for at tiltrække og fastholde en kompetent ledelse, men om den reelle omkostning ved anvendelse af aktieløn kan måle sig med alternativomkostningen ved ansættelse af en ny direktion kan diskuteres. Derved bliver aktieløn en ulempe for aktionærerne.

5. Corporate Governance

Corporate Governance⁸² (god selskabsledelse) har i de seneste år fået større og større betydning. Anbefalingerne vedrører også aflønning med aktieløn til direktion og bestyrelse, hvorfor dette kapitel fokuserer på de begreber og anbefalinger, som er centrale for opgavens problemstilling. Der følger først en historisk begrundelse for, hvorfor disse anbefalinger blev udarbejdet, og dernæst hvad disse anbefalinger omhandler, særligt anbefalingerne om vederlag til bestyrelse og direktion. Desuden ”følg eller forklar”-princip, som de børsnoterede selskaber skal efterleve, samt en diskussion om følgerne af at anbefalingerne forbliver juridisk ikke-bindende regler. Hvilken effekt anbefalingerne har haft på selskabsledelsen, og hvilken betydning disse har haft på aktionærerne informationsgrundlag i relation til aflønning af ledelsen med aktieløn.

5.1 Historisk udvikling

Der har i de seneste år været et øget fokus på Corporate Governance og shareholder value, og denne debat begyndte for alvor i Danmark med Nørby-udvalgets rapport i december 2001⁸³. Den forhenværende erhvervsminister havde anmodet udvalget om at vurdere, hvor vidt der var behov for anbefalinger om god selskabsledelse. På daværende tidspunkt havde flere andre lande såsom USA, UK, Holland og Tyskland allerede udarbejdet anbefalinger om god selskabsledelse.

De danske anbefalinger udsprang ikke af en erhvervsskandale, til forskel fra flere af de andre lande, men af en samfundsudvikling med behov for naturlig opdatering af procedurer og værktøjer, som anvendes i forsøget på at optimere virksomhedens processer⁸⁴.

Udvalget afgrænser begrebet Corporate Governance således: ”De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed”. Nørby-udvalget har lagt vægt på, at anbefalingerne skal være konkrete og kontante samt letforståelige for virksomhederne. Det er meget bevidst, at den ønskede adfærdsændring ikke skal komme som følge af en retlig regulering med sanktioner, men som frivilligt tiltag også kaldet soft law⁸⁵. En balance

⁸² Betegnelsen er i Danmark blevet oversat til god selskabsledelse, og benyttes i opgaven synonymt med Corporate Governance

⁸³ Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark - anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark

⁸⁴ Wivel (2002, 6)

⁸⁵ Betegnelse for anbefalinger, deklamationer, resolutioner mm., som ikke kan anses for bindende i modsætning til hard law. Begrebet benyttes ofte som betegnelse for regulering der ikke medfører tvangsmæssige sanktioner, men skal motivere individets egen interesse i en bestemt adfærd.

mellem presset fra markeds kræfterne, og den holdningsændring som følger af virksomhedernes selvforvaltning. Det er et grundlæggende princip i anbefalingerne, at gennemsigtighed i selskabernes årsrapport er den mest effektive reguleringsmekanisme.

Det er særligt for Danmark, at der findes et to-strengt system med en ledelse og en bestyrelse, hvor ejerskabet ofte ses koncentreret om en mindre aktionærgruppe. Den oprindelige hensigt med Corporate Governance, var at sikre ejerne indflydelse i selskaber med spredt ejerskab, hvorfor de danske anbefalinger har måttet tilpasses disse forhold⁸⁶.

De tre overordnede formål i rapporten fra Nørby-udvalget i december 2001, var at gøre det mere attraktivt at investere i danske børsnoterede selskaber samt forbedre adgangen til kapitalen ved bl.a. udenlandske investorer, og at opfordre selskabernes bestyrelse og direktion til at tackle strategiske udfordringer i forbindelse med globaliseringen, samt at popularisere god selskabsledelse i danske selskaber.

Københavns Fondsbørs nedsatte på opfordring fra Erhvervsministeriet i november 2002 en komité for god selskabsledelse, som skulle have til opgave at følge udviklingen i god selskabsledelse. Ud fra rammerne i Nørby-udvalgets rapport skulle komitéen følge den internationale udvikling, og løbende vurdere behovet for ændringer til Nørby-udvalgets rapport. Komitéens første rapport i december 2003 foretog enkelte justeringer, og fastholdt desuden anbefalingerne som et frivilligt tilvalg.

EU-kommissionen godkendte efterfølgende den 6. oktober 2004 to henstillinger⁸⁷ rettet mod medlemslandene om hhv. ledelsens rolle og uafhængighed⁸⁸ samt ledelsens vederlag⁸⁹.

Henstillingen af 15. februar 2005 introducerer ”følg eller forklar”-princippet i sine indledende bemærkninger. Princippet medfører en opfordring til selskaberne om at tilkendegive, hvilke anbefalinger de følger og forklare enhver væsentlig fravigelse af dem.

I maj 2005 blev en revideret udgave af den tidligere rapport offentliggjort indeholdende kommentarer til ”følg eller forklar”-princippet.

⁸⁶ Langer (2002, 8)

⁸⁷ Henstillinger er ikke bindende, jf. Traktaten om Det Europæiske Fællesskab Art. 249 EF

⁸⁸ Kommissionens henstilling af 15. februar 2005 om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsnoterede selskaber og om udvalg nedsat i bestyrelsen/ledelsesorganet (2005/162/EF)

⁸⁹ Kommissionens henstilling af 14. december 2004 om fremme af en passende ordning for aflønning af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber (2004/913/EF)

Den reviderede rapport fastholder frivillighed, og derved ønsket om selvregulering. Det vurderes at anbefalingernes fleksibilitet og rummelighed betyder, at selskabernes forskellighed tilgodeses på bedste vis. Rapporten omhandler også en stillingtagen til ”følg eller forklar”-princippet, der betragtes som en ikke-bindende norm uden en egentlig forpligtelse. Princippet placeres derfor mellem en juridisk bindende retsregel og en anbefaling.

5.2 Københavns Fondsbørs' komité for god selskabsledelse

Kernepunkterne i anbefalingerne og strukturen er på mange måder fastholdt fra den først rapport fra Nørby-udvalget. Nørby-udvalgets reviderede rapport er opdelt i 8 områder. Komitéen har senest offentliggjort disse med ændringer til afsnit 6 i februar 2008, hvorfor der tages udgangspunkt i disse anbefalinger⁹⁰. Anbefalingerne påbegyndes med nogle overordnede rationaler og principper, som argumentation for valg af anbefaling.

De første to anbefalinger omhandler aktionærens og interessenternes rolle overfor selskabet og dets ledelse. Der tilskyndes til mere åbenhed, respekt og aktionærindflydelse. Anbefaling nr. 3 vedrører åbenhed og gennemsigtighed. Kvaliteten og mængden af den information et selskab offentliggør og meddeler er afgørende for aktionærers og potentielle aktionærers forståelse af selskabet. Der bør udarbejdes procedurer, som skal sikre at alle væsentlige oplysninger af betydning for aktionæren og det finansielle marked offentliggøres straks på en pålidelig og fyldestgørende måde, medmindre der er børsretlige undtagelsesregler. De følgende anbefalinger omhandler bestyrelsens ansvar og sammensætning, hvor det anbefales at bestyrelsesmedlemmer er på valg hvert år. Menige medlemmer bør maksimalt sidde i tre bestyrelser, men kun to poster, hvis den ene er en formandspost.

Anbefaling nr. 6 omhandler bestyrelsens og direktionens vederlag. Det bør være konkurrencedygtigt og rimeligt i forhold til den selvstændige indsats arbejdet kræver. Det anbefales at bestyrelsen vedtager en vederlagspolitik som offentliggøres, og som afspejler aktionærernes interesse samt fremmer langsigtet adfærd, og er transparent og forståelig. Vederlagspolitikken bør indeholde overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning herunder betingelser for optjening og tildeling. Denne anbefaling er nu hovedsagelig hjemlet i AL § 69b, se kapitel 3.3.

⁹⁰ Komitéen for god selskabsledelse - Anbefalinger for god selskabsledelse af 15. august 2005, afsnit 6 opdateret d. 6. februar 2008

Det anbefales, at bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptionsprogrammer. Såfremt direktionen aflønnes med optionsprogrammer, så bør den fremme langsigtet adfærd. Årsrapporten bør oplyse om størrelsen på det samlede vederlag for hvert bestyrelses- og direktionsmedlem.

Det er centralt for anbefalingerne, at disse vedrører evnen til rettidigt at informere selskabets aktionærer og interessenter. Aktionærer bør inddrages, motiveres og gives indflydelse. Oplysninger skal være gennemsigtige og forståelige. Der bør udarbejdes en politik, som skal sikre, at information og kommunikation meddeles effektivt til omverdenen.

Det anbefales, at der fastlægges en vederlagspolitik og udarbejdes retningslinjer for incitamentsprogrammer, og disse bør være forståelige, gennemsigtige og fremme en langsigtet adfærd.

Anbefalingerne er fortsat ikke underlagt bindende regulering, hvorfor det kan diskuteres hvor effektivt disse anbefalinger fungerer, og hvor hensigtsmæssigt det er at fastholde ideen om frivillighed og selvregulering. Det var fortsat komitéens opfattelse med rapporten i 2005, at selskaberne som udgangspunkt forventedes at følge retningslinjerne for god selskabsledelse⁹¹. Anbefalingernes virkning skal løbende vurderes, og det er komitéens opfattelse at de nuværende selskabs- og regnskabsregler løser de fleste problemstillinger, så god selskabsledelse fortsat kan udvikle sig via selvregulering, og derved bibeholde sin fleksibilitet⁹².

5.3 Selvregulering

Anbefalingerne om god selskabsledelse er ikke bindende for selskaberne, og disse har derfor karakter af at være soft law. Det kan diskuteres, hvilken legitimitet resultatet med disse anbefalinger har, når der netop ikke er tale om lovhjemlet regeludstedelse. Anbefalinger udarbejdes i en klar forventning om at disse vil blive fulgt, men selvom de kan være brugbare for selskabets ledelse, hvorfor skulle de så nødvendigvis følge dem stringent, når anbefalingerne ikke er juridisk funderet eller sanktioneret.

Motivet er, at adfærd kan påvirkes på andre måder end juridisk bindende regler. En begrundelse er, at anbefalingerne forventes at være et egnet redskab til at styrke og effektivisere bestyrelsens og ledelsens arbejde. Dvs. der skabes en egeninteresse. En anden begrundelse er, at anbefalingerne

⁹¹ Rapporten (2005, 8)

⁹² Rapporten (2005, 9)

følges, fordi der er pres fra markedet. Det kan være aktionærer, som ser en økonomisk fordel ved en potentiel aktiekursstigning efter en forbedret Corporate Governance. Konkurrenter, som følger anbefalingerne, og derfor skaber et indirekte pres på det pågældende selskab.

Efterlevelse af anbefalingerne beror på om de vurderes at højne kvaliteten af selskabsledelsen.

Derfor kan anbefalinger tolkes, som en form for selvregulering, da det er op til selskabsledelsen selv, at vurdere om de er fornuftige og hensigtsmæssige⁹³.

Der vurderes at være flere måder, hvormed den gode selskabsledelse kan opnås i virksomhederne. Den første mulighed er at overlade det til markeds kræfterne. Dvs. uformelt ikke-bindende regler, hvorved selskaberne indfrier de krav som aktørerne stiller dem. Opfylder selskabsledelsen ikke kravene, vil kapitalomkostninger stige relativt, og ultimativt medføre konkurs, hvorfor der kan skabes et incitament til at følge kravet. Ulempen ved denne liberale metode, er stor usikkerhed om resultatet kan opnås, processen kan være langsom og derved ineffektiv, samt at virksomhedslukninger kan få en samfundsøkonomisk negativ effekt.

Den anden metode er, at anvende ikke-bindende normer, som gennemgået ovenfor i form af anbefalinger. Dvs. formelt ikke-bindende regler. Til sidst er der decideret lovgivningstiltag i form af bindende regler⁹⁴.

Det kan diskuteres, hvornår hver enkelt mulighed er den mest effektive løsning. Fordelen ved juridisk bindende retsregler er, at de offentlige myndigheder effektivt kan håndhæve reglen med sanktioner, og at domstolene ultimativt kan retsforfølge og idømme et ansvar. Bindende retsregler er særligt hensigtsmæssige, når væsentlige samfundsmæssige hensyn skal fremmes eller varetages. Derimod er regulær lovgivning uhensigtsmæssig, hvis det efterfølgende viser sig nødvendigt at ændre regelgrundlaget grundet uforudsete konsekvenser, og der ikke er sikret et flertal for lovændringen.

Der er mulighed for at undgå dette ved brug af en rammelov⁹⁵. Uanset dette kan ændringsprocessen virke administrativ langsom, og være problematisk, når der er behov for en løbende tilpasning i et dynamisk marked.

⁹³ Christensen (2002, 12)

⁹⁴ Christensen (2002, 13)

⁹⁵ Rammelove (bemyndigelseslove) angiver retningsgivende principper, men forudsætter udfyldning ved tilsluttende administrative bestemmelser

Ydermere kan bindende lovgivning være en ulempe, hvor reglen sigter mod en gruppe med differentieret karakteristika, som der skal tages hensyn til. Ikke-bindende standarder kan bedre værne om denne forskel⁹⁶.

Ovenstående argumenter tyder på, at differentierede selskaber og markeder, som er under konstant forandring og påvirkning, har behov for et regelsæt der kan tilpasses effektivt og kontinuerligt. Derfor kan det umiddelbart virke mest hensigtsmæssigt, at der er udarbejdet et sæt anbefalinger om god selskabsledelse, og ikke i stedet juridisk bindende regler. Københavns Fondsbørs har nedsat en komité, som netop skal sikre den løbende tilpasning og opdatering af anbefalingerne i forhold til markedet.

Der er i litteraturen delte meninger om, hvorfor Corporate Governance ikke i sin tid blev baseret på lovgivning. Argumentationen lyder bl.a., at Corporate Governance ikke har tilstrækkelig politisk pondus, og at lovgivningsprocessen var og er langsom, omstændelig og bekostelig⁹⁷.

Omvendt er der også konsekvenser ved ikke-bindende regler, hvilket omtales nedenfor.

Det er ovenfor diskuteret, hvorvidt det kan være hensigtsmæssigt, at anbefalingerne ikke er juridisk bindende regler. Dette bør afhænge af, hvilken effekt anbefalingerne har fået i regnskaberne særligt efter ”følg eller forklar”-princippet.

5.4 Anbefalingernes effekt

”Følg eller forklar”-princippet blev introduceret med Kommissionens henstillinger i 2004, se kapitel 5.1. Københavns Fondsbørs’ komité for god selskabsledelse udarbejdede derefter et sæt reviderede anbefalinger i 2005 egnet til anvendelse af ”Følg eller forklar”-princippet⁹⁸.

Fondsbørsen indførte herefter nye oplysningsforpligtelser, som krævede, at de danske børsnoterede selskaber skulle forholde sig til anbefalingerne ud fra et ”følg eller forklar”-princip. Dette krav har siden været gældende for regnskabsperioder begyndende 1. januar 2006 eller senere⁹⁹.

I kommentarerne til bestemmelsen står nævnt, at selskaberne enten skal følge anbefalingerne om god selskabsledelse eller forklare, hvorfor disse, helt eller delvist, ikke følges. Der gøres klart, at en efterlevelse ikke skal være udgangspunktet, men at gennemsigtighed er det centrale element. Det er

⁹⁶ Christensen (2002, 13)

⁹⁷ Andersen (2004, 7)

⁹⁸ Rapporten (2005, 17)

⁹⁹ Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S - del 2 Aktier, afsnit 3, § 36

op til det enkelte selskab om anbefalingerne vurderes hensigtsmæssige. Anbefalingerne skal ses som et supplement til de nuværende regler om oplysningsforpligtelser.

De børsnoterede selskaber har derfor skulle følge ”følg eller forklar”-princippet siden 1.januar 2006, hvorfor der ses nærmere på C20-selskaberne efter det første år¹⁰⁰. Dvs. regnskaber der primært blev offentliggjort i foråret 2007. Undersøgelsen omfatter 18 selskaber¹⁰¹, og er foretaget med henblik på at undersøge nærmere, hvordan de mest omsatte selskaber har valgt at implementere anbefalingerne. I hvor høj grad C20-selskaberne har fulgt anbefalingerne ses af tabel 4 nedenfor.

Tilgang til redegørelsen efter følg eller forklar princippet	Antal selskaber (18 i alt)⁵
A. Selskabet oplyser, at alle anbefalinger følges	2 (11 %)
B. Selskabet oplyser, at enkelte anbefalinger ikke følges og fremhæver disse særskilt med en tilknyttet forklaring	8 (44 %)
C. Selskabet oplyser, at enkelte anbefalinger ikke følges og fremhæver disse særskilt, men der gives ingen forklaringer.	1 (6 %)
D. Selskabet oplyser, at enkelte anbefalinger ikke følges. Disse fremhæves ikke særskilt, men er indarbejdet i en generel redegørelse	4 (22 %)
E. Selskabet indikerer, at enkelte anbefalinger ikke følges og der er en generel redegørelse, men det er ikke muligt at identificere anbefalinger som selskabet skulle have valgt at fravige.	3 (17 %)

Tabel 4: Danske Corporate Governance redegørelser i årsrapporten for 2006¹⁰²

To selskaber oplyser, at de følger alle anbefalinger uden undtagelse. De resterende 16 selskaber angiver mellem 1-14 afvigelser. Halvdelen af selskaberne præsenterer afvigelserne, hvor af et selskab ikke forklarer afvigelsen. Den sidste gruppe på 7 selskaber (D & E) fremhæver ikke særskilt, hvilke anbefalinger der afviges, men 4 selskaber har disse indarbejdet i en generel redegørelse.

Der er altså 16 selskaber, som afviger én eller flere anbefalinger, hvor af kun 8 begrundes afvigelsen.

Fokuseres der på, hvilke anbefalinger der ikke følges, ses det af tabel 5 nedenfor, at åbenhed om ledelsens vederlag afviges hyppigst blandt anbefalingerne, hvor mere end halvdelen af selskaberne

¹⁰⁰ Frantzen & Nielsen m.fl. (2007, 34-47)

¹⁰¹ C20-indekset indikerer de 20 hyppigst omsatte aktier på børsen, hvorfra er undtaget Nordea som er svensk, og A.P. Møller - Mærsk som både har A- og B-aktier.

¹⁰² Frantzen & Nielsen (2007, 34)

har valgt at fravige. Dernæst afviges oftest anbefalinger vedrørende bestyrelsens sammensætning. Det er bemærkelsesværdigt, at det er præcis de to områder, som EU-kommissionen i 2004 udstedte særlige henstillinger mod. Det indikerer umiddelbart, at de anbefalinger selskaberne har vist størst modvilje omkring, er dem som EU har haft særligt fokus på¹⁰³.

Særligt mht. vederlagsoplysninger for ledelsen, hvor kommissionen efter en opfølgning har udtrykt, at ledelsens vederlag er et af de områder under ”følg eller forklar”-princippet, hvor selskaberne har vist mest modvilje mod gennemsigtighed¹⁰⁴.

Antal sider (gennemsnit)	2,8 sider
Antal afvigelser (gennemsnit)	Mellem 0 og 14
Anbefalinger, der hyppigst afviges	VI.3 – Åbenhed om ledelsens vederlag (11 selskaber) V.9 – Valgperiode for bestyrelsesmedlemmer (7 selskaber) V.7 – Tiden til bestyrelsesarbejdet og antallet af bestyrelsesposter (6 selskaber) V.11 – Evaluering af bestyrelsens og direktionens arbejde (6 selskaber) V.1 – Rekruttering og valg af bestyrelsesmedlemmer (4 selskaber)
Henvisning til uddybende oplysninger på hjemmeside?	12 (67 %)

Tabel 5: Karakteristika ved de anbefalinger der hyppigst afviges

I forhold til åbenhed om vederlag til ledelsen kan det diskuteres, når anbefalingen afviges af relativt mange selskaber, om denne så fungerer effektivt og efter hensigten. Henstillingerne fra EU-kommissionen har vist, at der er ønske om at styrke åbenheden inden for EU. Danmark har som nævnt implementeret ”følg eller forklar”-princippet i reglerne gældende for børsnoterede danske selskaber. Ydermere er der implementeret regler vedrørende godkendelse af retningslinjer for incitamentsaflønning, hvilket skal styrke åbenhed overfor aktionærerne, se kapitel 3.3.

På trods af ”følg eller forklar”-princippet, så hersker der tvivl om effektiviteten af anbefalinger om god selskabsledelse, hvilket understøttes af tabel 4 og 5, som viser at anbefalinger samt ”følg eller forklar”-princippet ikke virker tilstrækkeligt efter hensigten.

C20-indekset anvendes i undersøgelsen, hvilket vurderes at være et retvisende parameter, hvilket skyldes at disse selskaber, alt andet lige, vel ikke er dem, der er værst til at følge principperne, men

¹⁰³ Frantzen & Nielsen (2007, 35)

¹⁰⁴ European Commission, 2007a

i stedet kan det vel forventes, at de formentlig er nogle af dem, der følger principperne mest, da de netop er de mest hyppigt omsatte. Dette er under forudsætning om, at når selskabet vælger en tilgang, som aktionæren er utilfreds med, så er sanktionen salg eller at undlade at købe aktien¹⁰⁵. Derfor forventes den modsatte situation at gælde. Dvs. jo bedre et selskab følger eller forklarer anbefalingerne, jo bedre oplyst og overbevist er aktionæren, og jo mere vil disse selskaber derfor blive handlet på børsen.

I forhold til C20-selskaberne kunne forventes at være nogle af de mere pligttopfyldende i forhold til at følge eller forklare anbefalingerne¹⁰⁶, så undlader 8 ud af 16 selskaber at forklare, hvorfor de afviger fra anbefalingerne, og 7 af de 8 oplyser ikke særskilt hvilke anbefalinger de afviger. Aktionærer vurderes at være mere positivt indstillede overfor selskaber som følger anbefalingerne fuldt ud, end overfor selskaber som afviger anbefalingerne med en begrundelse, hvilket af aktionærene ses som en svaghed¹⁰⁷.

Ydermere er aktionærer mest interesserede i at være informeret om faktisk vederlag, incitamentsordninger samt bestyrelsens aktie- og optionsordninger¹⁰⁸. Åbenhed om ledelsens vederlag er netop den anbefaling, som hyppigst afviges af selskaberne med eller uden begrundelse. Det kan derfor konkluderes, at der umiddelbart er uoverensstemmelse mellem de informationer som aktionærer efterspørger, og de informationer selskaberne er villige til at afgive oplysninger om.

I forhold til overvejelserne omkring anbefalingernes effekt, kan det diskuteres hvor hensigtsmæssigt det er, at anbefalingerne fortsat er frivillige og sanktionerne få. Bortset fra oplysningskravene nævnt i kapitel 3, så stilles der ikke andre juridisk bindende regler specifikt til selskabets ledelse om oplysninger udadtil. Som gennemgået ovenfor, så er der flere anbefalinger om god selskabsledelse, men det kan tyde på, at selvreguleringen ikke har den ønskede effekt. Dette skyldes, at udgangspunktet som sagt er at anbefalingerne skal følges, men disse kan fortsat undviges med begrundelse.

Jeg mener anbefalingerne mister deres effekt, hvis det bliver reglen frem for undtagelsen, at selskaberne gennemgående konsekvent undviger de samme anbefalinger. Oven i købet dem der oftest efterspørger af aktionærene.

¹⁰⁵ Frantzen & Nielsen (2007, 36)

¹⁰⁶ Frantzen & Nielsen (2007, 36)

¹⁰⁷ Frantzen & Nielsen (2007, 38)

¹⁰⁸ Frantzen & Nielsen (2007, 39)

Det kan derfor konkluderes, at implementering og udvikling af anbefalingerne om god selskabsledelse enten ikke helt har nået den fulde effekt, eller at de simpelthen selektivt bliver afvejet så længe det er frivilligt og efter et ”følg eller forklar”-princip. Jeg mener ikke, man kan tale om en overgangsperiode, da anbefalingerne trådte i kraft samtidig og skal følges af samtlige børsnoterede danske selskaber. Jeg tror selskaberne i højere grad skal presses via lovgivning til at ændre på udformningen af deres bemærkninger til god selskabsledelse, hvis disse skal fungere effektivt. Det skal ikke nødvendigvis gælde alle anbefalinger, men selektivt kan elementer med fordel udtages og implementeres i lovgivningen herunder tilskyndelse til langsigtet adfærd ved anvendelse af aktieløn. Alternativt fortsætter selskaberne med at afvige anbefalinger, de foretrækker at undgå, med eller uden forklaring. Derved medvirker anbefalingerne om god selskabsledelse ikke til et forbedret informationsgrundlag for aktionæren, når denne skal vurdere oplysningerne om ledelsens aflønning med aktielønsordninger.

5.5 Delkonklusion

Anbefalingerne om god selskabsledelse har løbende udviklet sig i Danmark i takt med samfundets forandringer, men særligt siden Nørby-udvalgets første rapport i 2001.

Anbefalingerne er siden blevet revideret, og med EU-kommissionens ”følg eller forklar”-princip, som Københavns Fondsbørs har medtaget i regler om notering på Københavns Fondsbørs, skal børsnoterede selskaber nu enten følge eller forklare, hvorfor de afviger fra anbefalingerne.

Anbefalingerne, som flere steder er hjemlet efter dansk ret, omtaler også vederlaget til selskabets ledelse, hvor det anbefales at vederlaget er konkurrencedygtigt og rimeligt i forhold til den krævede indsats. Der bør vedtages en vederlagspolitik, som offentliggøres og afspejler aktionærens interesse og skal fremme langsigtet adfærd, være gennemsigtig og forståelig.

Det anbefales, at bestyrelsen ikke aflønnes med aktieoptionsprogrammer. Såfremt direktionen aflønnes med optionsprogrammer, så bør den fremme langsigtet adfærd. Årsrapporten bør oplyse om størrelsen på det samlede vederlag for hvert bestyrelses- og direktionsmedlem.

Der kræves altså en høj grad af gennemsigtighed, når det vedrører vederlag til bestyrelse og direktion.

Anbefalingerne blev fra begyndelsen i 2001 vedtaget som ikke-bindende regler eller selvregulering, og efterfølgende reviderede anbefalinger har fortsat karakter af selvregulering. Dvs. selskaberne

opfordres stærkt til at følge anbefalingerne, hvor de børsnoterede er underlagt ”følg eller forklar”-princippet.

Det er påvist blandt C20-selskaberne i 2006, at det kun er 2 ud af 18 selskaber, som følger alle anbefalingerne. Blandt de 16 selskaber der afviger, så forklarer 8 selskaber ikke særskilt hvorfor de afviger anbefalingerne. Det kan derfor diskuteres, hvor vidt anbefalingerne fungerer effektivt. På trods af Københavns Fondsbørs regler om, at notering forpligter selskaberne til at følge anbefalingerne, så mangler den fulde effekt af selvreguleringen stadig.

Den hyppigste årsag til at afvige en anbefaling vedrører oplysning om vederlag til selskabets ledelse. Det er påvist, at disse oplysninger er præcis hvad aktionærer efterspørger i højeste grad. Det er derfor umiddelbart et paradoks mellem hvad aktionærer efterspørger og hvad selskaberne ønsker at oplyse. Jeg mener det kan diskuteres om anbefalingerne er mest hensigtsmæssige, når de har karakter af ikke juridisk bindende regler.

Skal disse være til gavn for nuværende og kommende aktionærer skal anbefalingerne gøres obligatoriske. Ikke nødvendigvis samtlige anbefalinger, men elementer kunne med fordel implementeres herunder oplysninger om aktieløn fx betingelse for en langsigtet strategi og adfærd. Dette ville samtidig styrke aktionærens informationsgrundlag vedrørende ledelsens aflønning med aktielønsordninger.

6. Roskilde Bank

Sagen om Roskilde Bank er medtaget, da jeg mener, der er indikationer på, at en delvis begrundelse for bankens kollaps skyldes selskabsledelsens kortsigtede og risikofyldte strategier, hvilket kan være drevet af et favorabelt optionsprogram. Roskilde Banks aktiekurs falder drastisk fra slutningen af 2007 til sommeren 2008, og umiddelbart inden medierne taler om en generel finanskriser.

Følgende kapitel analyserer nærmere, i hvor høj grad kollapset kan forklares med, at selskabets ledelse er blevet aflønnet med aktieløn, samt hvilken betydning anbefalingerne om god selskabsledelse har haft. Offentlig tilgængelig information omkring Roskilde Bank sammenholdes med de hidtidige dragne konklusioner omkring aktieløn og god selskabsledelse. Først ved at forstå udviklingen i banken, og dernæst ledelsens strategi og dispositioner, hvorved eventuelle underliggende incitamentter i forhold til aktieløn kan tydeliggøres, herunder anbefalinger om god selskabsledelse.

6.1 Bankens udvikling

Roskilde Bank skaber topresultat efter topresultat i 13 år i træk frem til rekordåret i 2006. Hvert år er resultatet blevet bedre end ventet, og næsten hvert år opjusteres forventningen til årets resultat. Selskabets ledelse kunne i foråret 1998 præsentere et resultat før skat på 111 mio. kr. mod 101 mio. kr. i overskud året før. Bankens forrentningsomfang er vokset, og 5000 nye kunder er kommet til i årets løb. Egenkapitalforrentningen (EKF) er 32 % og selskabet har knap 15.000 aktionærer¹⁰⁹.

De efterfølgende år forbedres resultatet, og udbyttet stiger fortsat. Selskabet ekspanderer yderligere mod årtusindskiftet. I 1999 er væksten i udlån steget med 17 % til 4,4 mia. kr., mens indlån er faldet med en procent til 2,9 mia. kr.¹¹⁰.

Ny rekord for regnskabsåret 2000 med et resultat før skat på 131 mio. kr. Banken vil fremover offentliggøre kvartalsrapporter, som led i større aktionærfokus. Kunder tilbydes aktier til favørkurs. Væksten fortsætter for banken efter regnskabsåret 2001. Udlån er vokset med 14 % til 5,9 mia. kr., og indlån med 18 % til 3,7 mia. kr.¹¹¹.

Banken ekspanderer kraftigt de følgende år. Ind- og udlån vokser i første halvår af 2002 med 17 % til hhv. 6,4 mia. og 4 mia. kr. Direktør Niels Valentin Hansen mener banken vokser kontrolleret, og

¹⁰⁹ RB-Børsen 1 (1998, 20)

¹¹⁰ RB-Børsen 2 (2000, 10)

¹¹¹ RB-Børsen 3 (2002, 5)

bekymrer sig ikke over, at banken formentlig igen vil modtage brev fra Finanstilsynet med spørgsmål om baggrunden for den kraftige vækst. Direktøren forsikrer at banken har en profil på alle kunder¹¹².

Det stopper dog ikke Roskilde Bank, som for regnskabsåret 2002 igen har rekordresultat på 146 mio. kr. Udlån er vokset til 6,2 mia. kr., og indlån til 4,5 mia. kr.

Bestyrelsen har besluttet at udstede medarbejderaktier i foråret 2003, og bankens direktør, vicedirektør samt to underdirektører tilbydes aktieoptionsaftaler med ret til at købe aktier i perioden 1. marts 2008 til 1. marts 2009¹¹³.

Roskilde Bank fortsætter væksten i 2003, og resultatet stiger til 270 mio. kr. før skat. Aktiekursen er steget 113 % i løbet af året til kurs 1771 ved årets udgang. Markedsværdien er steget med 1 mia. kr. til 1,8 mia. kr. Aktiens stykstørrelse splittes i fem, da aktien skal være en attraktiv og overkommelig investering¹¹⁴.

Regnskabet for 2004 præsenterer et resultat før skat på 281 mio. kr., som nu 10 år i træk er vokset. Udlån er steget med 39 % til 9,7 mia. kr., og indlån med 25 % til 6,3 mia. kr.¹¹⁵.

Året efter i 2005 er udlån steget til 15 mia. kr., og indlån steget til 9,5 mia. kr.. Resultatet er vokset til 535 mio. kr. før skat, hvilket er mere end en fordobling i forhold til året før¹¹⁶.

Ib Henrik Rønje fra Sjælsø Gruppen kritiserer i oktober 2005 flere banker for at være alt for risikovillige i deres eksponering på ejendomsmarkedet, og efterlyser en større ansvarlighed blandt bankerne. Den ekstreme lånevillighed var grunden til konkurser blandt banker og projektudviklere i slutningen af 80'erne og starten af 90'erne¹¹⁷.

I sommeren 2006 opfordrer banken i et brev en række kunder til at købe aktier i Roskilde Bank. Direktøren anbefaler kunderne at købe aktier nu, og vil gerne låne kunden pengene, hvis denne ikke selv kan finansiere købet¹¹⁸.

Rekordresultatet for regnskabsåret 2006 bliver det hidtil største i bankens historie, og nr. 13 rekord i træk. Resultatet før skat steg med 17 % til 694 mio. kr., og EKF er 33 %. Udlån steg i årets løb med

¹¹² Andersen (2002, 28)

¹¹³ RB-Børsen 4 (2003, 21)

¹¹⁴ RB-Børsen 5 (2004, 26)

¹¹⁵ Årsrapporten for Roskilde Bank 2004

¹¹⁶ Årsrapporten for Roskilde Bank 2005

¹¹⁷ Rasmussen (2005, 2)

¹¹⁸ Nielsen (2006, 28)

8,8 mia. kr. til et samlet udlån på 24 mia. kr. svarende til en stigning på 59 %. Indlån steg med 33 % til 12,4 mia. kr. Udbytteprocenten steg til 30 %, og selskabet nåede omtrent 30.000 aktionærer.

Filialer skyder op over hele Sjælland, og banken har i 2006 24 filialer. Roskilde Bank er i 2006 det femtestørste pengeinstitut i Danmark målt på markedsværdi.

Niels V. Hansen træder af som direktør i april 2007, og den 1. juli 2007 tiltræder Søren Kaare-Andersen som administrerende direktør.

Subprime-krisen rammer USA i sommeren 2007, og gennem efteråret rammer krisen også Europa¹¹⁹. Aktiekursen er den 31. december 2007 faldet til kurs 323, hvilket svarer til et kurstab på mere end 50 % det sidste år, se bilag 1 for udviklingen i bankens aktiekurs. Den nye administrerende direktør afviser den 3. december 2007, at banken skulle have særlige problemer i relation til ejendomsmarkedet¹²⁰.

Rekordresultat for 2007 udebliver, da resultatet før skat er 316 mio. kr., hvilket skyldes kraftige nedskrivninger samt et underskud på beholdningsindtjeningen på 138 mio. kr.

Banken har i 2007 fortsat stigning i udlån, og den 31. december 2007 er udlån samlet 33 mia. kr. svarende til en stigning på 37 %. Indlån er steget til 17 mia. kr. Banken har derfor ultimo 2007 fortsat en stor difference mellem ind- og udlån på omtrent 50 % svarende til 16 mia. kr. Banken er oppe på 32.500 aktionærer. Årsrapporten for 2007 indikerer derfor ikke, at der skulle være ændret på lånevilligheden, da udlån er steget kraftigt i det forgangne år.

Det gennemsnitlige udlån til ejendomssektoren blandt danske banker er typisk 15-20 %, men Roskilde Bank har i 2007 udlån til sektoren på 42 %¹²¹.

Stigende renter og faldende boligpriser presser ejendomssektoren henover foråret og sommeren 2008. Aktien i Roskilde Bank er den 30. juni 2008 faldet til kurs 177 svarende til et kursfald på 45 % siden årsskiftet.

Finn Østrup¹²² vurderer, at aktieoptionsprogrammet til den tidligere direktør, har været stærkt medvirkende til bankens fald. Programmet har givet direktøren incitament til på kort sigt, at påvirke indtjeningen maksimalt ved optagelse af risikobetonede lån, så der genereres større renteindtægter.

¹¹⁹ Houmann (2008, 32)

¹²⁰ URS - Børsen d. 3. december (2007, 11)

¹²¹ Dyrekilde (2008, 11)

¹²² Lektor på institut for finansiering på handelshøjskolen i København

Lån der nu viser sig tvivlsomme eller decideret tabsgivende. Bestyrelsesformand Peter Müller er ikke enig i, at der kan være en sammenhæng¹²³. Den forhenværende direktørs optionsprogram var over en længere periode mere end 100 mio. kr. værd.

Børsen suspenderer den 25. august 2008 handlen med bankens aktier, og Roskilde Bank aktien lukker tirsdag den 26. august 2008 i kurs 1. Halvårsregnskabet offentliggøres den 29. august, og præsenterer et dundrende underskud på 5,1 mia. kr. Underskuddet skyldes primært nedskrivning på lån på 3,6 mia. kr. samt regulering af aktiver til en overdragelsesværdi på 1,9 mia. kr. Egenkapitalen er minus 2,5 mia. kr. Banken indleverer sin banktilladelse og træder i betalingsstandsning¹²⁴.

6.2 Ledelses aflønning

Optionsprogrammet i Roskilde Bank, som etableres i 2003 omfatter ledelsen i banken, hvilket inkluderer den forhenværende direktør Niels V. Hansen. Således har direktøren i 2003 en lønfremgang på 83 % svarende til en løn på i alt 5,7 mio. kr., og ligger på niveau med topdirektører i de største danske banker. Stigningen skyldes også optionsprogrammet, som er steget kraftigt efter indførslen i foråret 2003. Forhenværende bestyrelsesformand Jens Winther udtaler, at aflønningen er passende i forhold til direktørens indsats og selskabets resultat¹²⁵.

Blandt bankerne, og i særdeleshed de store banker, ses der en tendens til kraftigt stigende lønninger i direktionen. Bankdirektører har i perioden 2002-2004 lønstigninger der er op til 16 gange højere end andre topledere. Niels V. Hansen får i 2004 en løn på 3,7 mio. kr., hvilket er en stigning på 19 % i forhold til 2002¹²⁶. Aktiekursen stiger kraftigt fra 2003 til 2006, og direktørens særskilte aktieoptionsprogram er i sommeren 2006 vurderet til 115 mio. kr.¹²⁷.

I foråret 2008 udnytter Niels V. Hansen sine aktieoptioner, som havde en værdi af 120 mio. kr. da aktiekursen var på sit højeste. Tilsyneladende differenceafregner den forhenværende direktør den ene halvdel af programmet, jf. kapitel 2.2.1., og med denne gevinst finansieres købet af den anden halvdel, hvilket koster ca. 30 mio. kr. men har en værdi af 60 mio. kr.. Direktøren sælger ikke de

¹²³ Raastrup (2008, 28)

¹²⁴ Halvårsrapport 2008 for Roskilde Bank offentliggjort d. 29. august 2008

¹²⁵ Jessen (2004, 20)

¹²⁶ Raastrup (2005, 17)

¹²⁷ Sommer & Hansen (2006, 14)

erhvervede aktier, men besidder disse i juli 2008, hvor aktiekursen er i bund. Direktøren mener selv han intet har tjent på handlen, men at han i stedet skal betale 6-7 mio. kr. i skat¹²⁸.

Bankdirektør Arne Wilhelmsen og underdirektør Stig Bo Jensen udnytter begge fuldt ud deres optionsaftale den 30. april 2008, og køber hver 128.334 stk. Roskilde Bank aktier. Kort tid efter, den 15. maj 2008 sælger begge samtlige aktier¹²⁹. De to direktører indkasserer hver 12,5 mio. kr. på handlen. Optionsaftalen medfører at aktien bliver købt til en gennemsnitskurs på 123, og da den sælges i midten af maj er kursen i snit 216. Der er næsten tale om en fordobling af afkastet ved salget, som sker blot halvanden måned inden banken beretter til finanstilsynet om dens alvorlige problemer¹³⁰. Det kan diskuteres, om der er tilbageholdt relevant information i strid med reglerne om oplysningsforpligtelser, jf. VHL § 27, stk. 1, jf. kapitel 3.2, og om handlen er udtryk for misbrug af insiderviden i strid med reglerne om insiderhandel.

Dansk ret hjemler mulighed for tilbagebetaling, hvor lønnen har været uforsvarlig i forhold til virksomhedens økonomi, jf. omstødelsesreglerne i kapitel 2.5. I lyset af bankens krak kan der argumenteres for, at omfanget af den aktiebaserede aflønning ikke er forsvarlig i forhold til bankens økonomi på daværende tidspunkt.

Svinger økonomien fra en høj konjunktur til en lav konjunktur, så kan konkurser blandt flere virksomheder blive en realitet. De første til at vide dette er direktionen, og spørgsmålet er om ovenstående ikke kan ske for flere andre virksomheder. Favorable optionsprogrammer som udnyttes, og relativt kort tid efter går virksomheden i betalingsstandsning. Det erindres fra kapitel 4, hvor mange virksomheder der har optionsprogrammer, og hvilke værdier der er tale om. I 2006 var optionsprogrammerne i børsnoterede virksomheder 8,2 mia. kr., og i gennemsnit 117 mio. kr. De ulemper der kan være ved anvendelse af aktieløn i forhold til aktionæren, jf. kapitel 2.4 nævner blandt andet timing, hvilket jeg mener ovenstående godt kunne indikere. Direktionen udnytter optionsprogrammet, mens optionen stadig er ”in the money”, og selskabsmeddelelse om den negative forventning til fremtiden sker først efterfølgende.

Jeg mener omstødelsesreglerne bliver relevante, hvis økonomien vender helt, og det lader til at direktionen har høstet store gevinster kort forinden.

¹²⁸ Børsen-DK (2008, 20)

¹²⁹ Fondsbørsmeddelelse fra Roskilde Bank d. 6. august 2008

¹³⁰ Nielsen (2008, 19)

Ydermere indikerer værdien af optionsprogrammet til ledelsen, at dette har været særdeles favorabelt, da den forhenværende direktør, Niels Valentin Hansen, er indehaver af et program til over 100 mio. kr. i en længere periode. Underdirektørerne har ligeledes fået favorable optionsprogrammer, da deres medfører gevinst på 12,5 mio. kr. Det anses for en ulempe for aktionæren, at disse programmer medfører så u hensigtsmæssigt høje lønomkostninger. Det kan diskuteres om ledelsen har påvirket udarbejdelse af optionsprogrammet, og derved gjort det mere favorabelt. Der er indikationer der peger på, at der har været tale om en dominerende direktør. Optionsprogrammet blev tilsyneladende alene godkendt af bestyrelsesformanden¹³¹.

Direktørens løn var på niveau med direktører i de største banker, og optionsprogrammet der blev etableret i 2003 viste sig aldeles favorabelt. Det kan både diskuteres om den årlige gage, og særligt det favorable optionsprogram har været rimeligt, samtidig med ledelsen formentlig har anvendt en korrekt timing, hvilket medfører en øget omkostning til aktionærene og en gevinst for ledelsen. Direktionen kan motiveres til at tage for kortsigtede og risikobetonede beslutninger, for at genere et stort overskud på kort sigt i stedet for at føre en langsigtet strategi. Jeg mener sagen med Roskilde Bank viser, at der er en interessekonflikt mellem aktionærer og ledelsen, hvilket har tydeliggjort de ulemper der er ved aktieløn. Aktionærene i Roskilde Bank har ikke kendt til indholdet i direktionens aktielønsordning, og har ikke haft indflydelse på udformningen eller været med til at godkende dette.

Uanset dette, efterlader det også et spørgsmål om god selskabsledelse. Det kan diskuteres i hvor høj grad bankens ledelse har udvist og iagttaget god selskabsledelse i overensstemmelse med de gældende anbefalinger.

6.3 God selskabsledelse

Der er mange aspekter i god selskabsledelse, hvilket anbefalingerne i kapitel 5 også vidner om. Den forhenværende direktør mener banken vokser kontrolleret i årene op til kollapse, og har sikret sig profil på alle kunder. Banken fortsætter år efter år med voksende udlån, og dette på trods af, at det efterfølgende viser sig, at der ikke findes en speciel afdeling for risikostyring, som først oprettes i slutningen af 2007¹³².

¹³¹ Houmann (2008, 19)

¹³² Årsrapporten for Roskilde bank 2007, s. 19-23

Banken fortsætter det kraftige udlån, som til sidst er medvirkende til krakket. Det kan diskuteres om ikke anbefalingerne, havde de været obligatoriske, kunne have reduceret eksponering og derved tabet for aktionærerne.

I relation til god selskabsledelse er der andre indikationer på, at denne delvist har manglet i bankens ledelse. Bankens ledelse har i perioder ført en aggressiv politik, da ledelsen i sommeren 2006 vælger at sende et brev til udvalgte kunder, hvor der opfordres til at købe aktier i banken. Banken finansierer gerne købet, hvis kunden ikke formår selv, men der oplyses ikke om risikoforhold¹³³. Det er bemærkelsesværdigt, når en ny analyse fra Greens Analyseinstitut viser, at danskerne generelt har meget tillid til deres rådgiver, og kun har fået mere tillid de seneste par år¹³⁴. Stigende tillid til sin rådgiver kan være uhensigtsmæssig, hvis kunden glemmer at rådgiveren også er sælger.

Banken bliver kritiseret for, kun sjældent at have benyttet eksterne valuarer til at vurdere værdien af byggeprojekter. Direktør Søren Kaare-Andersen har erkendt, at den hyppige brug af intern værdifastsættelse kombineret med lemfældig kreditpolitik og manglende risikostyring er uheldig¹³⁵. Her og nu koster en intern værdiansættelse langt mindre, men er den ikke retvisende, kan de relaterede tab blive langt større end den relativt lille ekstra omkostning for en ekstern valuar.

Både opfordringen til aktiekøb og manglen på eksterne valuarer ved vurdering af sikkerheden ved udlånene, er med til at forbedre resultatet på bundlinjen. Et favorabelt optionsprogram med fokus på kortsigtede resultater, kan være med til at understøtte disse beslutninger.

Ovenstående indikerer en mangel på god selskabsledelse på flere punkter. Anbefalinger om god selskabsledelse skal som udgangspunkt følges, selvom begrundede afvigelser accepteres. Kapitel 5 indikerede, at dette ikke altid er tilfældet, hvorfor det kan diskuteres om bindende regler i nogle tilfælde er mere hensigtsmæssige.

I bankens årsrapport for 2007 s. 16-18 beskrives stillingtagen til Corporate Governance.

Bestyrelsen vælges for en fireårig periode, og ikke for et år som anbefalet. Banken oplyser kun samlet, og ikke på individniveau om bestyrelse og direktionens aktier og optioner. Bestyrelsen følger ikke anbefalingen om medlemmers begrænsning i antal af bestyrelsesposter. Flere af bankens afvigelser er identiske med dem, der hyppigst afviges blandt C20-selskaberne, jf. kapitel 5.4, hvilket

¹³³ Nielsen (2006, 28)

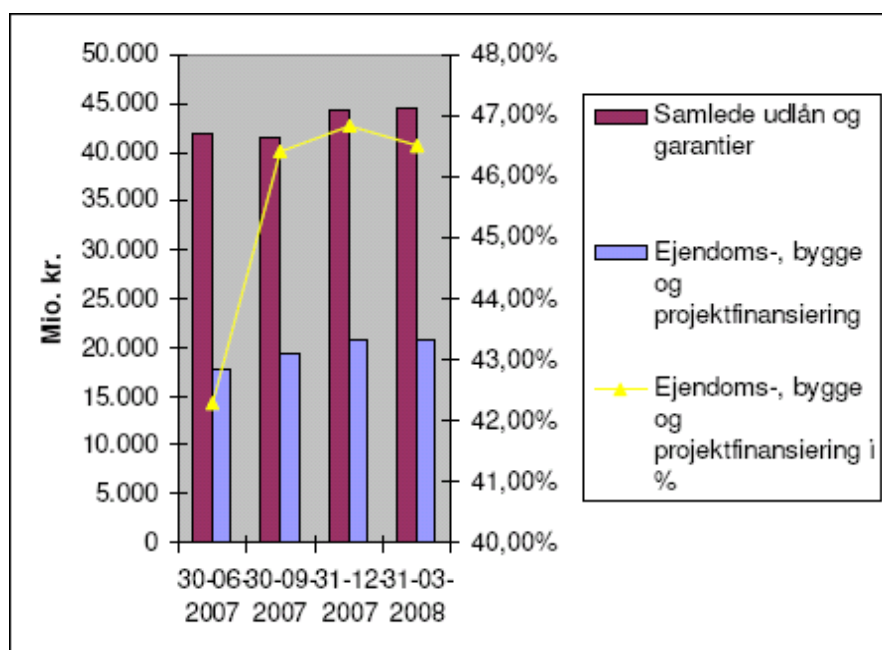
¹³⁴ Rechnagel (2008, 4)

¹³⁵ Nielsen (2008, 26)

kun understøtter argumentet om, at der er uoverensstemmelse mellem hvad selskaberne vil oplyse, og hvad aktionærene efterspørger.

Erstatningsansvar

Det er i kapitel 2.5. omtalt, hvordan bestyrelsen og ledelsen kan drages til ansvar for deres beslutninger. Ifølge næstformanden i bankens bestyrelse Niels Krüger, partner i advokatfirmaet Roar, begyndte boligmarkedet at stagnere eller nærmest at falde i foråret 2007. Bestyrelsen var allerede relativt tidligt opmærksom på, at bankens eksponering på ejendomsmarkedet var et problem. Bestyrelsen var enig om, at der skulle geares ned, men ud fra en fondsbørsmeddelelse af 14. juli 2008, var det ikke hvad banken gjorde, jf. figur 3 nedenfor.



Figur 3: Samlede udlån og garantier i Roskilde bank herunder udlån til ejendomssektoren¹³⁶

Figuren viser, at banken i stedet øgede eksponeringen af udlån til ejendomssektoren. Niels Krüger ser ingen problemer i dette faktum, og mener bestyrelsen havde tilstrækkelig med information. Bestyrelsesformand Peter Müller er uenig i dette, og mener ikke informationen var god nok¹³⁷.

¹³⁶ Roskilde Bank A/S: Fondsbørsmeddelelse d. 14. juli 2008 kl. 17:19, s. 3

¹³⁷ Ritzau (2008, 20)

En bestyrelse skal have forretningsmæssig indsigt, og generel forståelse for budgetter og regnskaber, udvise professionalisme¹³⁸, og i børsnoterede selskaber indhente den nødvendige information til udførelse af sit hverv, jf. AL § 56, stk. 7, nr. 6. Bestyrelsen pålægges at tage stilling til selskabets likviditet, væsentlige dispositioner, finansieringsforhold og risici, jf. AL § 54, stk. 3. I en konkret sag vil det også få betydning, hvor urimeligt tyngende et erstatningskrav er for sagsøgte, jf. lempelsesreglen. Ledelsen kan ligeledes pådrages erstatningsansvar, når groft uagtsomme eller forsætlige handlinger har påført selskabet skade, jf. kapitel 2.5. Dette er dog ikke nødvendigvis tilfældet, hvis der er tegnet en ansvarsforsikring, som oftest er tilfældet i større selskaber¹³⁹.

Jeg mener, der er stærke indicier som indikerer, at bestyrelsen og ledelsen i Roskilde Bank ikke har formået at varetage deres hverv i et sådan omfang som lovgivningen tilsiger, og at de derfor kan pålægges et ansvar. Dels omkring rettidig offentliggørelse af oplysning af væsentlig betydning for aktionærene, dels varetagelse af selskabets kapitalberedskab og forsvarlige drift, og dels grundet den manglende udvisning af ansvar i forbindelse med varetagelse af den overordnede ledelse.

Erstatningsansvaret kan være svært at placere og udmåle, hvorfor selskabets ledelse ikke nødvendigvis ændrer sin adfærd. Nye regler om fælles gruppessøgsmål¹⁴⁰ kan styrke sagsøgernes sag, men som nævnt bliver det svært at få nogen særlig gevinst, hvis der ikke er tegnet en ansvarsforsikring, samt det faktum at sagsøger har bevisbyrden. Derfor vurderes erstatningsansvaret ikke for at være så bebyrdende, at det får særskilt betydning for hvordan en dansk selskabsledelse vælger at lede virksomheden.

Ydermere kan det være svært at få dømt selskabets ledelse, da det kan være svært at placere ansvaret, og at definere særskilte handlinger afledt af et favorabelt aktieprogram. Tilbagebetaling af aktieløn er desuden ikke sket endnu, hvorfor evt. sandsynliggørelse af udfald bliver vanskelig.

Opsummering

Jeg mener der er indikationer der peger på, at optionsprogrammet har bidraget til en overdreven risikotagning i banken. De udlånvækster som banken har haft gennem årene, indikerer at direktøren har forsøgt at booste resultatet i håb om, at aktiekursen ville stige, hvilket var præcis det der skete. Ofte langt mere end i mange andre danske banker.

¹³⁸ Gomard (2006, 474)

¹³⁹ Venderby (2008, 36)

¹⁴⁰ Ved lov 2007-02-28 nr. 181 om ændring af retsplejeloven og forskellige andre love, er der blevet indført et kapitel 23a i retsplejeloven, jf. Lovbekendtgørelse 2008-06-20 nr. 594, hvilket medfører at personer med ensartede krav kan anlægge et gruppessøgsmål

Det er ikke kun den forhenværende direktør, men hele direktionen der har haft aktielønsordninger, så underdirektørerne har også haft en mærkbar gevinst, når kursen steg kraftigt. De blev sammen med direktøren, på papiret, selv millionærer på rekordtid.

Optionsprogrammernes værdi skal hænge sammen med resten af selskabets økonomi, og jeg har svært ved at forstå, hvordan de ekstreme værdier til ledelsen kan være til bedre gavn for aktionærene, hvis der sammenlignes med en alternativ reinvestering i fremtidige projekter for virksomheden. Der er behov for, at disse ikke udarbejdes, så det kan medføre astronomiske værdier, se kapitel 4.2. Det virker en anelse ude af proportion, når det er i dansk målestok.

Mange danske bestyrelser har måske følt sig presset til at følge med de andre selskaber for ikke at miste nøglepersoner. Aktieløn er automatisk blevet den eneste løsning til stabil og voksende værdiskabelse for aktionærene. Det virker som om disse programmer, er blevet udarbejdet på en alt for favorabel måde til fordel for ledelsen. Der findes retningslinjer for udformning af aktielønsordninger, der kan påvirke bl.a. gevinstens størrelse til ledelsen, hvorved flere ulemper for aktionæren kan minimeres ved anvendelsen af aktieløn, se følgende kapitel 7.

6.4 Delkonklusion

Der er flere faktorer, som er medvirkende til at Roskilde Bank ender på en kollisionskurs.

Udlånvæksten er kraftig i de sidste år med stigninger fra 37 % til 58 % i årene fra 2004-2007, som efter årsrapporten i 2007 har et udlån på 33 mia. kr., og et indlån på 17 mia. altså et voldsomt indlånsunderskud på 16 mia. kr. Eksponeringen i ejendomssektoren, når over 43 % i slutningen af 2007, og er på det tidspunkt langt over normalen på 15-20 % i danske banker.

Den forhenværende direktør Niels Valentin Hansens optionsprogram er i en længere periode fra 2006-2007 over 100 mio. kr. værd. De to underdirektører er også tildelt aktieløn, og disse udnytter optionsprogrammet i april 2008 medførende en gevinst for hver især på 12,5 mio. kr. Dette sker kort forinden, at banken beretter til finanstillsynet om dens alvorlige problemer.

Sagen om Roskilde Bank indikerer, at anvendelsen af aktieløn formentlig har haft betydning for kollapset i hvert fald størrelsen heraf. Dels omkring kortsigtet ledelsesstrategi, uhensigtsmæssigt høje værdier af optionsprogrammer samt ledelsens valg af timing.

Disse forhold er alle med til at øge omkostningen for aktionærerne, og er derfor et udtryk for nogle af de ulemper der kan være ved aktieløn. Aktionæren har ikke haft indflydelse på udformningen af aktielønsordningen, da bestyrelsen selv godkender det favorable program.

Anbefalinger om god selskabsledelse er blevet fulgt, men på området omkring aktieløn kunne obligatoriske regler om at fremme langsigtede strategier formentlig have reduceret omfanget af det økonomiske tab for banken. Der er eksempler på, at bankens ledelse generelt har ignoreret anbefalinger om god selskabsledelse, da banken i 2006 sender breve ud til en række kunder, og opfordrer dem til at købe aktier i banken, om nødvendigt vil banken gerne finansiere købet. Erstatningsansvaret kan være problematisk at placere og udmåle, og aktionærerne har selv bevisbyrden i en konkret sag. Tegning af ansvarsforsikring kan medføre fritagelse for erstatningsansvar for selskabets ledelse. De nugældende regler vurderes ikke at være så bebyrdende, at det har særskilt betydning for, hvordan selskabets ledelse vælger at lede virksomheden.

7. Udformning af aktielønsordninger

Aktiebaseret vederlæggelse har både potentielle fordele og ulemper tilknyttet, som et selskabs bestyrelse og aktionærer bør overveje grundigt inden etableringen. Interessesammenfaldet, tiltrækning og fastholdelse af medarbejdere samt likviditetstilførsel er nogle af de mest centrale fordele, hvor ulemperne kan være en ledelse, der fører en strategi med kortsigtede mål til skade for aktionæren, uhensigtsmæssigt høje lønninger og ledelsens udnyttelse af en bestemt timing.

Danske børsnoterede selskaber har i høj grad benyttet sig af aktiebaseret vederlæggelse, da omtrent halvdelen af selskaberne i 2006 var omfattet af aktieløn deraf næsten alle C20-selskaberne.

Værdierne er steget kraftigt de sidste par år, og blev i 2006 opgjort til 8,2 mia.

Værdiansættelsen af incitamentsprogrammer har i flere år været misvisende eller mangelfuld, men internationalt er lovgivningen blevet skærpet, hvorefter værdiansættelse i langt højere grad beregnes korrekt.

Blandt de børsnoterede danske selskaber var der 86 selskaber i 2006, som havde etableret ordninger med aktieløn. Værdiansættelse var mulig i 2/3 af tilfældene, hvoraf 1/3 stadig manglede centrale elementer i informationen. Elementer som må anses for at være en forudsætning for en værdiansættelse. Selskaberne er blevet bedre til at oplyse om incitamentsaflønningen, og det kan formentlig forventes, at selskaberne i fremtiden bliver endnu bedre, hvilket blandt andet skyldes det fokus der har været på Corporate Governance de sidste par år.

Udover flere regler om værdiansættelse, er der trådt nye regler i kraft den 1. juli 2007 om godkendelse af retningslinjer for incitamentsaflønnings af bestyrelse og ledelse. Retningslinjerne favner bredt, og indeholder en lang række af oplysningskrav, som skal sætte aktionærene i stand til forstå omfanget af og formålet med ordningerne.

Informationsmængden og kvaliteten er forbedret de seneste år, men der er ud fra undersøgelsen i 2006 stadig en betydelig mængde selskaber, som mangler centrale elementer. Retningslinjerne for incitamentsaflønnings vil formentlig være med til at øge denne information, da retningslinjerne også skal offentliggøres. Nuværende og kommende aktionærer kan derfor bedre inddrage betydningen af ordningerne i deres overvejelser om at købe eller sælge.

Ud over de lovregulerede tiltag, der er indført de seneste år, så har anbefalingerne om god selskabsledelse også fået øget betydning. Dette skyldes særligt en henstilling fra EU-kommissionen

i 2005, hvori der blev introduceret et ”følg eller forklar”-princip. Københavns Fondsbørs har stillet krav om, at de børsnoterede selskaber skal følge princippet.

Anbefalinger om god selskabsledelse omhandler også vederlag til ledelse og bestyrelse, hvilket inkluderer anbefalinger som direkte vedrører incitamentsaflønning. De nye regler om godkendelse af retningslinjer har medført, at flere elementer som indflydelse og godkendelse nu er hjemlet i dansk ret.

Roskilde Bank krakkede over sommeren 2008. Der er forhold som indikerer, at aktielønsordningen til selskabets ledelse har været medvirkende til, at banken førte en kortsigtet vækststrategi, der i sidste ende kun forværede resultatet og derved kollapsede. Det vurderes derfor aktuelt, at se kritisk på om anbefalingerne om god selskabsledelse, er hensigtsmæssig i sin nuværende form, eller om særlige dele med fordel kan implementeres som juridisk bindende. Kapitel 5.3 omhandler nogle af de fordele og ulemper, der er ved selvregulering. Fordelen er netop, at man kan ændre på anbefalingerne løbende, og undgår den langsommelige lovgivningsproces.

I relation til aktieløn har de nye regler om godkendelse givet en større forståelse og indflydelse, men i forhold til at fremme en langsigtet strategi ved aflønning med aktieløn, kunne obligatoriske regler måske have medvirket til et reduceret tab.

Ud fra C20-selskaberne er det kun to, der følger anbefalingerne stringent, hvor resten i mere eller mindre omfang afviger med eller uden forklaring. De områder der afviges hyppigst, er netop nogle af dem som efterspørges hos aktionæren.

I relation til ledelsesaflønning herunder aktieløn, så medfører de nuværende regler, at der fremadrettet sikres en større indflydelse og aktionæraccept af disse programmer, da overordnede retningslinjer skal godkendes på generalforsamlingen. Retningslinjerne skal indeholde oplysninger om blandt andet optjeningskrav, men som nævnt tidligere, vedrører bestemmelsen i højere grad åbenhed og indflydelse end en egentlig skærpelse af udformningen af ordningerne. Reglerne forhindrer ikke en uhensigtsmæssig udformning af optjeningskrav og begrænsning i optionsniveauet, hvor det forudsættes, at aktionærens kendskab forhindrer uhensigtsmæssige retningslinjer, da disse ikke vil blive godkendt. Aktionæren har ikke mulighed for at påvirke udformningen direkte, men kan ved at stemme nej signalere utilfredshed med de nuværende retningslinjer. Bestyrelsen forpligtes til at udforme programmer, som er overensstemmende med de godkendte retningslinjer. Derfor kan bestyrelsen påvirke udformningen.

Virkningen af ledelsens ejerskab på værdiskabelse

Anvendelse af incitamentskontrakter har ofte til formål at øge ledelsens interesse i at skabe bedre resultater, og ledelsen har muligheden for at udnytte optionen på et særligt tidspunkt afhængig af arten, se kapitel 2.2. Udnytter ledelsen optionen og køber aktier, så tildeles eller øges ledelsens ejerandel. Spørgsmålet er, om disse incitamentskontrakter virkelig har den tilsigtede effekt.

En analyse af danske børsnoterede selskaber med undtagelse af enkelte i perioden 1998-2001, har vist at forøgelse af ledelsens ejerskab ikke påvirker den finansielle performance. Ledelsens ejerskab er uden betydning for værdiskabelsen i danske børsnoterede selskaber¹⁴¹, da der ikke er en signifikant sammenhæng mellem ledelsens ejerskab og øget værdiskabelse i selskabet. Derfor bidrager tildelingen af incitamentskontrakter til direktionen ikke nødvendigvis til øget værdiskabelse.

Det bør derfor overvejes om andre alternativer er mere hensigtsmæssige. F.eks. kunne almindelige bonusordninger være et alternativ. Fordelen er, at de er frivillige, og at ledelsen selv kan afgøre om de vil benytte bonussen til privat forbrug eller aktieerhvervelse i virksomheden.

Derved undgås også det u hensigtsmæssige ved, at ledelsen bliver udsat for øget risikodisponering, da en relativt stor andel af ledelsens løn afhænger af virksomhedens fortsatte skæbne¹⁴².

Bonusordninger kan ligeledes være betinget af selskabets præstation, hvorved incitamentskonflikten kan minimeres mellem aktionærer og ledelse. Ulempen er, at bonusordninger ikke på samme måde som aktieløn kan udskydes, hvorved selskabets likviditet belastes tidsmæssigt tidligere ved anvendelsen af bonusordninger. Udbetalingen kan gøres betinget af særlige forudsætninger er opfyldt, eller der er fastsat et bestemt udnyttelsestidspunkt, hvilket vil udskyde omkostningen¹⁴³.

7.1 Retningslinjer ved udformning af aktielønsordninger

Aktieløn har stadig mange fordele tilknyttet, men det er vigtigt, at optionsprogrammet udarbejdes på en sådan måde, at det fokuserer på aktionærens interesser, og minimerer interessekonflikten mellem aktionærer og ledelsen, hvorved ledelsens opportunistiske adfærd kan begrænses. Der er flere elementer i udformningen, som kan medvirke til denne begrænsning.

Dette kan gøres ved, at betinge tildelingen eller udnyttelsen af ordningen, så optionsindehaveren forpligtes til at være ansat på udnyttelsestidspunktet. Tildelingen eller udnyttelsen kan også betinges

¹⁴¹ Rose (2005, 36)

¹⁴² Rose (2005, 37)

¹⁴³ <http://www.danskerhverv.com/NR/rdonlyres/7E6FE9AF-4DCF-47BB-B8C3-6118D2146CDD/0/111618bonusloensys20070315.pdf>

af andre mål, som medvirker til opfyldelse af en overordnet strategiplan, hvorved aktionærene har en bedre mulighed for at styre optionsindehaverne, og det mål der skal arbejdes hen imod. Det anses for ofte for mest hensigtsmæssigt at betinge tildelingen frem for udnyttelsen, da der bevares sammenhæng mellem optionsindehaverens målopfyldelse og belønning. Dette er ikke nødvendigvis tilfældet ved betingelse af udnyttelsen, da særlige betingelser kan medføre, at aktielønnen ingen værdi har for optionsindehaveren, hvilket kan virke demotiverende¹⁴⁴.

Fastlæggelse af udnyttelseskursen kan også få betydning, da en indarbejdet udnyttelseskurs som ligger langt under den underliggende akties kurs, kan medføre at ledelsen tager alt for store risici for at forbedre resultatet. Derfor bør udnyttelseskursen og den underliggende akties kurs være tilsvarende, hvorefter et mere moderat incitament tildeles¹⁴⁵.

Der er tidligere i opgaven blevet talt om begrænsninger i niveauet for optionsprogrammets værdi. U hensigtsmæssigt høje lønninger kan undgås ved, at der i den underliggende kontrakt er mulighed for, at bestyrelsen løbende kan regulere udnyttelseskursen. Derved kan bestyrelsen i højere grad undgå, at ledelsen ikke kun belønnes for egen indsats, men også for eventuel markedspåvirkning, som er uden for ledelsens kontrol. Reguleringen kan ske efter et indeks som afspejler eksterne påvirkninger, der direkte påvirker værdiudviklingen i selskabet¹⁴⁶.

Ordningens løbetid kan også have effekt, da en lang løbetid umiddelbart skaber incitament til en langsigtet strategi, selvom dette også kan være en risiko, hvis selskabets situation er en helt anden end ved tildelingen. Normalen er 3-7 år i Danmark¹⁴⁷. I sagen om Roskilde Bank var løbetiden 5 år, hvilket derfor vurderes moderat.

Ydermere kan ordninger tildeles løbende i stedet for at tildeles som en stor engangsudbetaling. Flexibiliteten i ordningen bevares, så ordningen løbende kan tilpasses selskabets situation og optionsindehaverens individuelle præstationer. Derved kan udnyttelseskursen løbende tilpasses den underliggende akties markedskurs. Optionsindehaveren motiveres til at blive i selskabet og præstere

¹⁴⁴ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 58)

¹⁴⁵ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 59)

¹⁴⁶ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 60)

¹⁴⁷ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 61)

gode resultater, da der er en forventning om tildeling af flere ordninger. I sagen om Roskilde Bank var der umiddelbart tale om en engangsubbetaling¹⁴⁸.

Derfor er der flere måder, hvorpå optionsprogrammet kan sammensættes, så ledelsen og aktionærens interessekonflikt minimeres, samtidig med at ledelsens opportunistiske adfærd i forbindelse med aktielønsordningen begrænses. Ulemper såsom uhensigtsmæssigt høje lønninger ved anvendelsen af aktielønsordninger, kan også begrænses ved at bestyrelsen i den underliggende kontrakt har mulighed for løbende at regulere udnyttelseskursen.

Bestyrelsen har derfor mulighed for at begrænse ledelsens opportunistiske adfærd ved anvendelsen af aktielønsordninger.

Opsummering

Det kan konkluderes, at aktiebaseret vedlæggelse ikke nødvendigvis øger værdiskabelse og interessesammenfald. Der er flere potentielle ulemper, hvor ledelsen har mulighed for opportunistisk adfærd ved anvendelsen af aktielønsordninger, og disse kan begrænses ved at ændre på retningslinjerne for udformningen af aktielønsordningen.

Oplysningskravene er generelt forbedret i de seneste år, hvilket medfører at aktionærer er mere indforstået med ordningerne, og har indsigt i hvilken motivation der skabes, og hvilke omkostninger det medfører. anbefalinger om god selskabsledelse skal være med til at øge mængden af relevant information til aktionærer, men tilsyneladende afviger selskaber primært, der hvor aktionærernes efterspørgsel er størst. Dette skaber en uhensigtsmæssig asymmetrisk information, hvilket formentlig kunne reduceres ved at gøre nogle anbefalinger til juridisk bindende regler i stedet.

De nye regler om godkendelse af retningslinjer for incitamentsaf lønning bidrager til, at aktionærer får en langt større indsigt i programmets betingelser og formål. I forhold til oplysningskravene, er dette en positiv udvikling, men jeg mener stadig, at dette efterlader problemer.

Oplysningskravene medfører, at aktionærerne har et detaljeret kendskab til aktielønsordningerne, hvilket også skyldes de nye regler om godkendelse af retningslinjer på generalforsamlingen.

Aktionæren har ikke indflydelse på udformningen af programmet, men kan ved at stemme nej på generalforsamlingen påvirke udarbejdelsen af retningslinjerne, som bestyrelsen nu er forpligtet til at følge ved udformningen af ledelsens aktielønsordning.

¹⁴⁸ Banner-Voigt og Rasmussen (2004, 62)

Det virker på de børsnoterede selskaber herunder C20-selskaberne, som om incitamentsaflønning er den eneste udvej. Bestyrelsen og aktionærene kan også overveje mere almindelige bonusordninger, hvilket har den fordel, at de er frivillige og ledelsens er ikke forpligtet til ejerskab og derved risikoeksponering.

Selvom aktionærene i langt højere grad oplyses om incitamentsordninger, så mener jeg stadig, at det efterlader et kritisk spørgsmål om hvorvidt ordningerne overhovedet medfører den ønskede effekt. Udviklingen blandt de børsnoterede selskaber viser, at det for bestyrelsen nærmest har været den eneste løsning til at tiltrække eller fastholde en direktion, der kan tilføre selskabet øget værdi. Der er ikke nødvendigvis nogen signifikant sammenhæng mellem ledelsens ejerskab og selskabets værdiskabelse.

Jeg mener aktionærene og bestyrelsen nøje bør overveje om aktiebaseret vedlæggelse er den bedste og mest hensigtsmæssige løsning i forhold til ledelsesaflønning, og hvis det er, hvordan programmet så indrettes, så det forhindres at ledelsen motiveres opportunistisk adfærd.

Denne adfærd kan begrænses ved, at betinge tildelingen og udnyttelsen, ved løbende regulering af udnyttelseskursen, ved forlængelse af ordningens løbetid samt ved løbende tildelinger frem for engangstildelinger.

Konstrueres ordningen på en hensigtsmæssig måde, vil flere af de potentielle ulemper ved anvendelsen af aktieløn være minimeret.

7.2 Delkonklusion

Bestyrelsen i børsnoterede selskaber har i mange år aflønnet ledelsen med aktieløn. Der er usikkerhed om, hvorvidt der overhovedet er en sammenhæng mellem ledelsens ejerskab og øget værdiskabelse, da en undersøgelse af danske børsnoterede selskaber har vist, at der ikke er en signifikant effekt af ledelsens ejerskab.

Der findes andre måder at aflønne ledelsen på end ved anvendelse af aktieløn såsom ved anvendelsen af almindelige bonusordninger, hvor der opnås incitament til øget værdiskabelse, men uden at ledelsen risikoeksponeres ved at blive medejer.

På den ene side bør aktionærene derfor overveje alternative aflønningsformer af ledelsen. På den anden side kan aktieløn fortsat anbefales, hvis bestyrelsen sikrer sig, at det kontraktlige indhold af aktielønsordningen minimerer potentielle ulemper ved anvendelsen af aktieløn. Dette kunne være ved, at betinge tildelingen og udnyttelsen, ved løbende at regulere udnyttelseskursen, ved at forlænge ordningens løbetid samt ved løbende at tildele ordninger frem for store engangstildelinger. Konstrueres ordningen på en hensigtsmæssig måde, vil flere af de potentielle ulemper ved anvendelsen af aktieløn være minimeret.

Bestyrelsen har derved mulighed for at begrænse ledelsens opportunistiske adfærd, mens aktionæren kun indirekte har en mulighed ved at stemme nej til retningslinjerne, som skal danne grundlag for udformningen af aktielønsordninger til selskabets ledelse.

De har ikke indflydelse på den direkte udformning.

8. Samlet konklusion

Der kan være mange grunde til, at et selskab aflønner ledelsen med aktieløn. Ordningerne har forskellig effekt på selskabet, hvor nogle medfører kapitalforhøjelse og andre tilfører likviditet. Valget afhænger derfor også af, hvilket kapitalberedskab selskabet besidder.

Der er både fordele og ulemper ved brug af aktieløn, hvor fordelene kan være reducere af interessekonflikten mellem ledelse og aktionærer, øget likviditet samt tiltrækning og fastholdelse af medarbejdere. Derimod kan ulemperne være at ledelsen fører en kortsigtet strategi for at maksimere udnyttelsen af optionsprogrammet, samt at ledelsen kan spekulere i den rette timing af tildeling og udnyttelse af optionsprogrammet. Derved gives der plads til ledelsens opportunistiske adfærd. Aflønningen af ledelsen skal ske ud fra en ”forsvarlighedsnorm”, hvorfor lønnen skal matche stillingens indhold og være forsvarlig i forhold til selskabets økonomi. Der findes hjemmel efter dansk ret til, i særlige tilfælde at påkræve tilbagebetaling af modtaget honorar inklusiv aktieløn.

I relation til det valg af ordning, som bestyrelsen oftest har truffet førhen, er oplysningskravene generelt blevet skærpet de seneste år, hvilket har medført at aktionæren i højere grad kan forstå effekten af ordningen, dels omfanget af omkostninger, men også omkring optjeningskrav og særlige vilkår samt betingelser. Det skal være muligt for aktionæren, at forstå art og omfang samt betingelser og vilkår for hver ordning. Ydermere skal aktionæren kunne forstå virkningen af aktieløn på årets resultat. Informationsgrundlaget er derved blevet forbedret for aktionæren vedrørende anvendelse af aktielønsordninger til ledelsen.

Førhen traf bestyrelsen generelt beslutning om hvorvidt ledelsen skulle aflønnes med aktieløn. Aktionæren har fremadrettet fået mere indflydelse, da nye regler fra 2007 medfører at retningslinjer for incitamentsaflønning skal godkendes på generalforsamlingen. Reglerne skal fremadrettet sikre, at ethvert optionsprogram der tildeles er i overensstemmelse med retningslinjerne. Reglen gavner derfor aktionæren i relation til åbenhed og indflydelse. Faktum er dog, at aktionæren stadig ikke direkte kan påvirke udformningen af aktielønsordninger til ledelsen, da det fortsat er bestyrelsen der er ansvarlig for udformningen af aktielønsordninger til ledelsen, men udformningen skal fremover være overensstemmende med retningslinjer for incitamentsaflønning, som er godkendt på generalforsamlingen.

Selskabsledelsen er i de seneste år blevet påvirket af fænomenet god selskabsledelse. Der er udstedt en række anbefalinger om god selskabsledelse, hvilket indtil nu er forblevet ikke-bindende regler. De børsnoterede selskaber skal nu følge disse regler, eller begrunde hvorfor de afviges. Oplysningskravene er derfor blevet skærpet på dette grundlag, men der er fortsat ingen væsentlige sanktioner, da anbefalingerne er et udtryk for selvregulering. Det anbefales blandt andet, at vederlagspolitikken inklusiv aktieløn skal fremme langsigtet adfærd. Der er i 2006 kun 2 selskaber blandt C20-selskaberne, som følger anbefalingerne fuldstændigt. De resterende afviger i større eller mindre grad. De anbefalinger der oftest afviges vedrører oplysninger om vederlaget til selskabets ledelse, hvorfor anbefalingernes effekt kan diskuteres. Det virker indtil videre, som om oplysningskravene om god selskabsledelse kun følges i det omfang selskabet kan acceptere gennemsigtigheden vedrørende den enkelte anbefaling. Derfor vurderes den overordnede effekt af anbefalingerne om god selskabsledelse vedrørende aktieløn reduceret, og forbedre ikke nødvendigvis aktionærens informationsgrundlag.

Sagen om Roskilde bank indikerer, at aktieløn ikke nødvendigvis medfører en fordel for aktionæren. Resultatet af gennemgangen indikerer, at selskabets ledelse har udvist opportunistisk adfærd ved at udnytte den rette timing ved udnyttelse af aktielønsordningen, formentlig ført en alt for kortsigtet vækststrategi, samt haft optionsprogrammer til værdier der vurderes at ligge over hvad der kan forventes af stillingens omfang og indhold særligt i dansk målestok.

Derfor vurderes det at være et særligt problem, at oplysningskravene fortsat ikke opfyldes i tilstrækkelig grad, og fortsat at anbefalinger om god selskabsledelse ikke medfører nogen sanktioner ved manglende overholdelse. Den nye regel vedrørende godkendelse af retningslinjer medfører åbenhed og mere indflydelse, og derved er informationsgrundlaget forbedret for aktionæren.

Bestyrelsen har mulighed for at ændre på retningslinjerne for udformning af aktielønsordninger til ledelsen, og derved kan potentielle ulemper ved anvendelsen af aktieløn minimeres herunder ledelsens opportunistiske adfærd. Dette kunne gøres ved, at bestyrelsen i den underliggende kontrakt betinger tildelingen og udnyttelsen, løbende regulerer udnyttelseskursen så høje lønninger undgås, forlænger ordningens løbetid samt løbende tildeler ordninger frem for engangstildelinger. Konstrueres ordningen på en hensigtsmæssig måde, så vil ledelsen ikke i samme omfang kunne udnytte sin opportunistiske adfærd.

Derfor vurderes bestyrelsen at kunne begrænse ledelsens opportunistiske adfærd ved at ændre på retningslinjerne for udformningen. Aktionæren kan kun påvirke udformningen ved at stemme nej til godkendelse af retningslinjer for incitamentsaflønning, og har derved kun indirekte indflydelse på udformningen.

Uanset om informationsgrundlaget er blevet forbedret for aktionæren, og uanset om bestyrelsen har mulighed for at ændre retningslinjerne for udformningen af aktielønsordninger med henblik på at minimere ledelsens opportunistiske adfærd, så kunne bestyrelsen og aktionærene overveje en alternativ aflønningsform, såsom en mere almindelig bonusordning, der også kan have et element af incitamentsskabelse uden at ledelsen risikoeksponeres. Dette skyldes også, at det er påvist, at forøgelse af ledelsens ejerskab ikke nødvendigvis har betydning for værdiskabelse og finansiell performance i børsnoterede selskaber.

Litteraturliste

Bøger

Banner-Voigt, Erik & Rasmussen, Søren. 2004. "Aktieløn". Forlaget Thomson, 3. udgave.

Dahl, Børge. 2006. "Erhvervsjura". Handelshøjskolens Forlag, 9. udgave.

Fedders, Jan & Steffensen, Henrik. 2008. "Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS". Forlaget Thomson, 3. udgave.

Gomard, Bernhard. 2006. "Aktieselskaber og Anpartsselskaber". Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave.

Hindhede, Ove Lykke & Lavesen, Anders m.fl.. 2005. "Aktieafløjning: Erfaringer, jura, regnskab, værdi og skat". Forlaget Thomson, 2. udgave.

Knudsen, Christian. 1994. "Økonomisk metodologi - Videnskabsteori & forklaringstyper". Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave.

Laffont, Jean-Jacques & Martimort, David. 2002. "The theory of incentives". Princeton University Press.

Munck, Noe & Kristensen, Lars Hedegaard. 2007. "Selskabsformerne - Lærebog i selskabsret". Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 5. udgave.

Schroeder, Richard G.; Clark, Myrtle W. & Cathey, Jack M. 2005. "Financial accounting theory and analysis". 8. edition. John Wiley & Sons.

Schwarz, Finn; Thorsen, Jøker & Øksnebjerg, Jim. 2004. "Aktiebaseret løn". Erhvervsbladets Bøger.

Artikler

Andersen, Klaus Stubkjær. 2004. "Corporate Governance og ledelsesansvar". Revision & Regnskabsvæsen 2, s. 6-15

Andersen, Lene. 16. august 2002. "Roskilde Bank løber fra konkurrenterne". Børsen, FINANS, s. 28.

Bechmann, Ken L. & Hjortshøj, Toke. 2006. "Anvendelsen af options aflønning i de børsnoterede selskaber". Revision & Regnskabsvæsen 11, s. 10-19

Bechmann, Ken L. & Hjortshøj, Toke. 2006. "Regnskabsmæssig værdiansættelse af options aflønning". Revision & Regnskabsvæsen 12, s. 20-28

Bechmann, Ken L. & Jørgensen, Peter Løchte. 2002. "Incitamentsprogrammer og oplysningsforpligtelsen". FINANS/INVEST, 1, s. 4.11

Børsen-DK. 15. juli 2008. "Eks-direktør: Har tabt på mine optioner". Børsen, FINANS, s. 20

Christensen, Jan Schans. 2002. "Nogle bemærkninger om selvregulering inden for selskabsretten og Nørby-udvalgets anbefalinger". Revision & Regnskabsvæsen 2, s. 12-21

Dyrekilde, Birgitte. 14. april 2008. "Mellemstore banker gransker ejendomsudlån". Børsen, INVESTOR, s. 10-11

Frantzen, Sussie; Nielsen, Jesper Haarup; Banghøj, Jesper & Johansen, Thomas Riise. 2007. "Følg eller forklar - redegørelser - dansk praksis og investor holdninger". Revision & Regnskabsvæsen 12, s. 34-47

Halskov, Morten. 2007. "Små banker tryner de store". FINANS. Finansforbundets magasin, nr. 3., side 18-19

Houmann, Anne Louise. 25. februar 2008. "Vil likviditetskrisen knække flere banker?". Børsen, PRIVAT-INVESTOR, s. 32

Houmann, Anne Louise. 18. juli 2008. "Finanstilsynet advaret om bestyrelse". Børsen, FINANS, s. 19.

Jessen, Christian. 10. februar 2004. "Stor lønforhøjelse til bank-direktør". Børsen, FINANS, s. 20.

Langer, Morten W. 2002. "Bannerfører for Corporate Governance". Revision & Regnskabsvæsen 2, s. 8-11

Nielsen, Heidi Birgitte. 3. september 2008. "Roskilde Bank satte selv ejendomspriserne". Børsen, FINANS, s. 26

Nielsen, Simon Richard. 16. august 2006. "Roskilde Bank anbefaler egne aktier". Børsen, FINANS, s. 28

Nielsen, Simon Richard. 17. juli 2008. "Finanstilsynet vil undersøge handler i Roskilde". Børsen, FINANS, s. 18-19

Raastrup, Nicolai. 27. juli 2005. "Lønfest for bankdirektører". Børsen, FINANS, s. 17.

Raastrup, Nicolai. 14. juli 2008. "Ekspert: Bestyrelsen må gå". Børsen, FINANS, s. 28

Rasmussen, Peter B. 13. oktober 2005. "Guldflippere på vej i ejendomsbranchen". Børsen, EJENDOMME, s. 1-3.

RB-Børsen 1. 13. februar 1998. "Fremgang fortsatte i Roskilde Bank". Børsen, FINANS, s. 20.

RB-Børsen 2. 14. februar 2000. "Resultatet i Roskilde Bank over forventning". Børsen, FINANS, s. 10.

RB-Børsen 3. 11. februar 2002. "Roskilde Bank fik rekordoverskud". Børsen, INVESTOR, s. 5.

RB-Børsen 4. 10. februar 2003. "Rekord i Roskilde Bank". Børsen, FINANS, s. 21.

RB-Børsen 5. 9. februar 2004. "Guldet flyder gennem Roskilde". Børsen, FINANS, s. 26.

Rechnagel, Ursula. 8. september 2008. "Danskerne har blind tillid til deres bankrådgiver". Børsen, PRIVAT-INVESTOR, s. 4-5

Ritzau. 23. juli 2008. "Bestyrelsen kendte til problemer i 2007". Børsen, FINANS, s. 20.

Rose, Caspar. 2005. "Virkningen af ledelsens ejerskab på værdiskabelsen i danske børsnoterede virksomheder". Revision & Regnskabsvæsen 12, s. 34-39

Sommer, Nikolaj & Hansen, Anne klejsgård. 15. august 2006. "Hjort langer ud efter forgyldte erhvervsbosser". Børsen, POLITIK-ØKONOMI, s. 14-15

URS. 3. december 2007. "Roskilde Bank er årets taber-aktie". Børsen, INVESTOR, s. 11

Venderby, Christian. 5. september 2008. "Chefer forsikrer sig mod utilfredse aktionærer". Børsen, FINANS, s. 36.

Wivel, Teddy. 2002. "Hvorfor anbefalinger om Corporate Governance?". Revision & Regnskabsvæsen 2, s. 6-7

Rapporter

Bechmann, Ken L. 2007. "Anvendelsen af options aflønning i danske børsnoterede selskaber i perioden 1995-2006". Institut for Finansiering.

Københavns Fondsbørs' komité for god selskabsledelse. 2005. "Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005.

Bilag 1 Roskilde Banks aktiekurs



Udviklingen i aktiekursen fra januar 2005 til september 2008